

Perspectives

Hebdomadaire – N°23/326 – 1^{er} décembre 2023

MONDE – L'actualité de la semaine

☞ Désinflation et signes de ralentissement américain sans fracas soutiennent le sentiment de marché.....	2
☞ Zone euro : se réjouir du reflux de l'inflation à 2,4%, mais veiller aux prochaines pressions à la hausse	4
☞ France : la croissance révisée à -0,1% au troisième trimestre, une histoire pas tellement modifiée	5
☞ Allemagne : l'industrie bénéficiera de subventions sur les prix de l'électricité	6
☞ Italie : légère révision à la hausse du PIB	6
☞ Espagne : SMIC 2024, début des négociations.....	7
☞ Entre la Chine et les États-Unis, la Corée a toujours besoin de la mondialisation heureuse	9
☞ Égypte : une probable extension du plan de soutien du FMI dans un contexte difficile.....	11
☞ Afrique du Sud : une économie sur courant alternatif.....	12

👉 Désinflation et signes de ralentissement américain sans fracas soutiennent le sentiment de marché

Cette semaine, le sentiment de marché est resté modérément positif (Eurostoxx 50 en hausse de 1% sur la semaine, S&P 500 relativement stable à +0,2% mais tous les deux progressant de près de 8% sur un mois). En effet, les données économiques publiées au cours de la semaine ont renforcé les anticipations *dovish* des investisseurs quant à la politique monétaire de la Fed – ils anticipent un total de plus de 100 points de base de baisse des taux directeurs américains en 2024. Dans l'ensemble, elles tendent à valider le scénario d'un atterrissage en douceur de la première économie mondiale. Surtout, le reflux de l'inflation se poursuit aux États-Unis et s'accroît en zone euro. Les marchés ont également été sensibles aux commentaires du gouverneur Christopher Waller, indiquant que la Fed pourrait réduire ses taux l'année prochaine si l'inflation continuait de reculer dans les prochains mois. En conséquence, les taux des obligations d'État à court terme se sont repliés fortement sur la semaine : de près de 30 points de base pour les taux à deux ans allemand et américain ; les taux longs baissent également, mais dans une moindre ampleur, -22 et -15 pb respectivement pour le *bund* et l'UST à 10 ans, un mouvement justifié par la détérioration des perspectives de croissance de la demande et donc de l'inflation à long terme.

La détérioration des perspectives pèse également sur le cours du pétrole. Malgré la décision jeudi des pays de l'OPEP+ de diminuer leur production de plus d'un million de barils supplémentaire par jour, le cours du pétrole est resté stable sur la semaine, enregistrant une baisse de plus de 6% depuis le début de l'année.

Donnée clé de la semaine, l'indice PCE des prix à la consommation, qui constitue l'indicateur de prix privilégié par la Réserve fédérale, est resté inchangé en octobre sur un mois (après +0,4% en septembre) et son rythme de variation sur un an baisse à 3% après +3,4% le mois précédent, un plus bas depuis mars 2021. L'indice d'inflation de base "*core PCE*", qui exclut les éléments volatils que sont l'énergie et les produits alimentaires, a augmenté de 0,2% sur un mois (après 0,3% en septembre) et de 3,5% sur un an (3,7% en septembre), conformément aux attentes.

Parmi les autres données publiées cette semaine par le département du Commerce, les dépenses de consommation personnelles et les revenus ont également ralenti en octobre. Les premières ont progressé de 0,2% sur un mois en octobre après 0,7% en septembre, le revenu disponible a augmenté de 0,3% après 0,4% le mois précédent. Les salaires n'ont progressé que de 0,1%, leur plus faible rythme de l'année. Le taux d'épargne a augmenté légèrement à 3,8% après 3,7% en septembre, restant toujours inférieur aux niveaux

pré-Covid (proches de 6%). Les consommateurs continuent de puiser dans l'épargne accumulée pendant la pandémie, mais il reste encore un excédent substantiel qui devrait pouvoir soutenir la consommation au moins jusqu'au milieu de l'année prochaine.

Par ailleurs, le *Beige Book* publié le 29 novembre, qui présente l'évolution de la situation économique dans les douze districts des Fed régionales, témoigne d'un ralentissement de l'activité par rapport à la période couverte par l'édition précédente. Les dépenses discrétionnaires des ménages ont baissé, les consommateurs étant plus sensibles aux prix. Les perspectives des industriels se sont détériorées. L'activité dans le secteur immobilier commercial a continué de ralentir, l'activité de bureaux restant particulièrement faible, tandis que les ventes de logements ont reculé. Globalement, les perspectives économiques pour les six à douze prochains mois ont diminué. Dans ce contexte, la demande de main-d'œuvre a continué de se modérer et certaines entreprises ont procédé à des réductions de personnel. Les pressions sur les salaires s'apaisent, des baisses de salaires ont même été rapportées dans certains cas. Néanmoins, plusieurs districts continuent de décrire le marché du travail comme tendu, en raison d'un manque de main-d'œuvre qualifiée notamment.

Le taux de croissance du troisième trimestre a été révisé à la hausse à 5,2% en variation trimestrielle annualisée (1,3% T3/T2 non annualisé) en deuxième estimation par le *Bureau of Economic Analysis* contre 4,9% dans l'estimation préliminaire, et après une croissance de 2,1% au deuxième trimestre. En revanche, la consommation des ménages a été revue à la baisse : elle progresse à un rythme toujours solide de 3,6% sur le trimestre, contre 4% estimé précédemment. Cela a été plus que compensé par des révisions à la hausse de l'investissement, que ce soit celui des entreprises privées, l'investissement résidentiel ou l'investissement public.

L'indice de confiance du consommateur du *Conférence Board* a légèrement progressé en novembre, après trois mois de baisse, à 102,0 contre 99,1 en octobre (chiffre révisé à la baisse), grâce à une amélioration des anticipations à court terme (indice en hausse à 77,8 contre 72,7 en octobre). En dépit de ce rebond, les anticipations demeurent sous le seuil de 80, ce qui historiquement annonce une forte probabilité de récession au cours de l'année à venir. En revanche, l'appréciation de la situation présente se dégrade en raison d'une perception moins favorable de l'offre d'emplois.

La robustesse de la croissance américaine au troisième trimestre ne devrait toutefois pas durer :

les données publiées cette semaine sur la période octobre-novembre ont apporté des signaux supplémentaires que l'économie devrait ralentir fortement au quatrième trimestre, tout en évitant une contraction. Cela renforce les anticipations de maintien des taux des *Fed funds* inchangés dans les prochains mois, sans nécessairement de baisse imminente. Cependant, nous pensons que les anticipations des marchés de baisse de taux pour 2024 sont excessives et que la Fed devrait les décevoir. Selon nous, la Fed ne devrait commencer à baisser ses taux qu'au troisième trimestre 2024, opérant une réduction de 50 points de base seulement sur 2024.

En zone euro, le ralentissement de l'inflation s'est accentué en novembre, selon les données préliminaires publiées jeudi par Eurostat : 2,4% sur un an après 2,9% en octobre. Le consensus anticipait une décélération moins marquée, à 2,7%.

L'inflation sous-jacente mesurée par l'indice harmonisé des prix à la consommation hors alimentation, énergie, alcool et tabac, a également décru, tombant à 3,6% après 4,2% en octobre, contre un consensus à 3,9%. Ces chiffres devraient inciter la BCE à maintenir ses taux à leurs niveaux actuels en décembre, confortant le statu quo décidé lors de sa dernière réunion d'octobre. En France, l'inflation a également ralenti plus que prévu. L'indice des prix à la consommation (IPC) a progressé de 3,4% en première estimation sur un an à fin novembre alors que le consensus tablait sur un ralentissement moins marqué, à 3,7%. Sur un mois, les prix à la consommation reculent de 0,2%, après une hausse de 0,1% en octobre.

Zone euro

Zone euro : se réjouir du reflux de l'inflation à 2,4%, mais veiller aux prochaines pressions à la hausse

L'indice harmonisé des prix à la consommation a de nouveau décéléré en novembre dans la zone euro. À 2,4% sur un an, après 2,9% en octobre, l'inflation a poursuivi sa baisse presque ininterrompue depuis un an. L'inflation sous-jacente, hors composantes volatiles, s'est aussi repliée de 4,2% en octobre à 3,6%.

L'atténuation de la hausse des prix concerne toutes les composantes, alimentaire (6,9% sur un an après 7,4%), services (4% après 4,6%), biens industriels hors énergie (2,9% après 3,5%) tandis que la composante énergie de l'indice affiche une baisse plus marquée (-11,5% après -11,2%).

Ce ralentissement des prix a été plus rapide qu'anticipé, à la fois par la BCE et par le consensus des prévisionnistes, et risque de modifier les anticipations vers une révision à la baisse. D'autant plus que la surprise à la baisse a concerné la majorité des économies de la zone euro. Les prix ralentissent en Allemagne (2,3%), en France (3,8%) en Espagne (3,2%) et approchent la déflation en Italie (0,7%). Déjà en déflation, la Belgique (-0,7%)

connaît une moindre baisse des prix tandis que les Pays-Bas retrouvent une inflation positive, bien que modeste (1,4%).

Comme le montrent les épisodes successifs de baisse et de rebond des prix dans certains pays, les effets de base ont joué un rôle important dans le reflux récent de l'inflation, que l'on compare au pic du T4 2022, mais ils seront moins importants au cours des prochains trimestres. De plus, si le retrait de certaines mesures de modération des prix de l'énergie ou des services a déjà eu lieu, d'autres sont attendus notamment au T1 2023 (fin de la TVA réduite sur la restauration et sur le gaz et du plafonnement des prix de l'énergie en Allemagne) et exerceront une pression à la hausse sur les prix. De plus, bien qu'en ralentissement, la croissance des salaires reste soutenue et continuera de contribuer positivement à l'inflation, notamment des services. On attend donc une certaine inertie de l'inflation au cours de l'année prochaine.

☑ Notre opinion – Plus l'inflation approche la cible de 2% plus les risques d'une hausse augmentent, mais l'ampleur de ces risques haussiers baisse. Est-ce une raison pour la BCE de quitter sa posture de prudence ? Non, car si le risque d'une demande qui alimente l'inflation a disparu, le canal de transmission de l'inflation par les salaires est encore ouvert et le risque d'effets de second tour reste à surveiller. Si la BCE prévoit bien une décélération des salaires, elle attendra néanmoins que celle-ci soit bien inscrite dans les chiffres de la comptabilité nationale avant d'être rassurée. Cependant, elle sera disposée à opérer une première baisse des taux avant que l'inflation n'ait atteint sa cible. Elle sait en effet qu'il peut y avoir une déconnexion entre la baisse des taux et la poursuite de la transmission du resserrement monétaire, dont une partie sera encore dans les tuyaux lors des premières coupes. D'autant plus que le chemin vers le taux neutre est long et que le cadre de guidage par la donnée permet une certaine agilité dans la conduite de la politique monétaire. Et la BCE sait que si la date exacte de la reprise de l'activité dans la zone euro est ouverte, le risque que la stagnation s'autoalimente est aussi présent. Les enquêtes de novembre nous confirment encore une activité en contraction et une confiance morose des agents privés. L'indice PMI signale un repli encore fort, bien qu'en atténuation, de l'activité dans l'industrie ainsi qu'un repli dans les services. La confiance se redresse très modestement auprès des consommateurs et dans la construction, mais reste stable à un très faible niveau dans l'industrie et dans le commerce de détail selon la Commission européenne. L'enquête sur l'investissement signale encore qu'une majorité d'entreprises prévoient une hausse de leurs dépenses en capital, mais leur part est en baisse par rapport à l'enquête conduite en avril. Les données sur le crédit d'octobre montrent que la transmission du resserrement monétaire est encore puissante avec une décélération de prêts aux ménages (0,6% sur un an) et une baisse plus accentuée de ceux aux entreprises non financières (-0,3% sur un an).

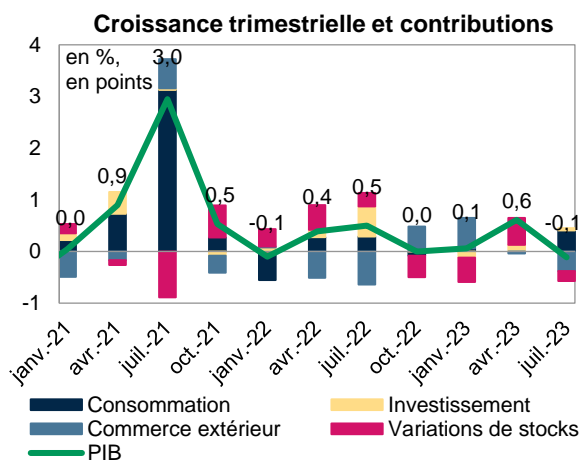
 **France : la croissance révisée à -0,1% au troisième trimestre, une histoire pas tellement modifiée**

L'Insee a publié ce jeudi 30 novembre [les résultats détaillés](#) des comptes trimestriels du troisième trimestre 2023. La croissance est révisée en baisse, à -0,1% sur le trimestre (contre +0,1% selon [la première estimation](#) parue fin octobre). La révision provient principalement d'une révision en baisse de l'investissement, surtout celui des sociétés non financières. Si cette légère baisse de l'activité n'est pas une bonne nouvelle pour l'économie française, l'activité reste proche de la stabilité au troisième trimestre. L'histoire n'est pas non plus grandement modifiée : une nette reprise de la consommation des ménages et un investissement des entreprises qui reste résilient face à la hausse des taux d'intérêt. C'est bien le commerce extérieur qui plombe la croissance au troisième trimestre, non pas la demande intérieure. Il faut par ailleurs rester prudents car les chiffres de croissance de l'Insee pourraient encore être modifiés dans les prochains trimestres.

s'explique principalement par une révision en baisse de l'investissement total, qui croît de seulement 0,2%, contre +1,0% initialement estimé. Celui des sociétés non financières explique la majeure partie de la révision, avec une hausse de 0,5% sur le trimestre, contre +1,5% dans la première estimation de l'Insee. L'investissement des ménages est aussi révisé en baisse, avec finalement une nouvelle diminution, à -1,1% contre +0,1% dans l'estimation initiale. La légère hausse de l'investissement total au troisième trimestre montre sa relative résilience dans un contexte de hausse des taux d'intérêt, bien que celui-ci soit affecté, avec une baisse de l'investissement des ménages pour le cinquième trimestre consécutif et un ralentissement de l'investissement des sociétés non financières.


La consommation des ménages rebondit au troisième trimestre, mais moins fortement qu'initialement estimé, à +0,6% (contre +0,7%). Cette hausse reste importante et concourt à une contribution forte de la demande intérieure finale (hors stocks) à la croissance après trois trimestres d'atonie, à +0,5 point, bien que cette dernière soit inférieure à l'estimation précédente de l'Insee (+0,7 point).

C'est bien le commerce extérieur qui plombe la croissance au troisième trimestre, avec des exportations en baisse (-1,0%, soit un repli toutefois moindre qu'initialement estimé, à -1,4%), tandis que les importations sont finalement quasi stables (+0,1% contre -0,5% précédemment estimé). Les variations de stocks, qui avaient largement participé à la croissance « surprise » de +0,6% au deuxième trimestre, contribuent cette fois négativement à la croissance (-0,2 point), mais un peu moins qu'annoncé par l'Insee dans la première estimation (-0,3 point). Cette révision favorable permet de compenser celle du commerce extérieur au troisième trimestre.



Derniers points : T3 2023
Sources : Insee, Crédit Agricole S.A./ECO

La révision de -0,2 point de la croissance du produit intérieur brut (PIB) en volume au troisième trimestre

 **Notre opinion** – La révision des comptes trimestriels porte finalement l'acquis de croissance à l'issue du troisième trimestre à +0,8% pour l'année 2023. Notre prévision de croissance annuelle, à +0,9%, reste atteignable. Celle du Gouvernement, à +1,0%, semble désormais optimiste. Il faudra suivre l'évolution de la consommation, avec une baisse de la consommation des ménages en biens en octobre selon [l'Insee](#), à -0,9% (après +0,0% en septembre, chiffre révisé en baisse de -0,2 point), alors même que la baisse de l'inflation se matérialise pleinement, à +3,4% en glissement annuel en novembre (au sens de l'indice des prix à la consommation) d'après [les résultats provisoires de l'Insee](#), après +4,0% en octobre et +4,9% en septembre. L'évolution de l'investissement, jusqu'ici étonnamment résilient, pourrait aussi être cruciale.

Allemagne : l'industrie bénéficiera de subventions sur les prix de l'électricité

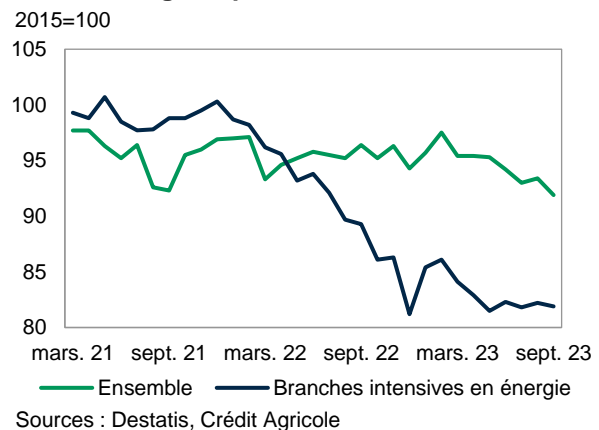
Un ensemble de subventions d'une valeur de 28 milliards d'euros destinés à soutenir les industries allemandes confrontées aux prix élevés de l'énergie a été convenu par le gouvernement allemand après des mois de négociations. Le gouvernement a déjà introduit un plafonnement des prix de l'électricité et du gaz pour protéger l'industrie et les ménages de la hausse des prix de l'énergie. Le programme vise à empêcher la délocalisation des industries manufacturières à forte intensité énergétique vers d'autres pays, dont le risque a augmenté avec la crise énergétique de l'année dernière.

Dans le cadre de ce programme, un allègement fiscal sur l'électricité pouvant atteindre 12 milliards d'euros par an est garanti pour 2024 et 2025, avec la possibilité d'une prolongation jusqu'en 2028.

Le paquet implique des modifications du code des impôts pour l'industrie manufacturière, grâce auxquelles les taxes sur l'électricité seront réduites de 1,54 centime d'euros par kWh actuellement à 0,05 centime d'euros par kWh, le niveau minimum autorisé par la législation européenne. 350 entreprises très exposées à la concurrence internationale

bénéficieront de subventions et de remboursements des frais d'achat de certificats d'émission de CO₂. Les 90 entreprises dont les factures d'électricité sont les plus élevées bénéficieront également d'un allègement complémentaire.

Allemagne : production industrielle



Notre opinion – Ce mouvement est en partie une réponse à l'adoption par l'administration Biden de la loi sur la réduction de l'inflation (IRA), un vaste programme de subventions qui érode la compétitivité des partenaires commerciaux. La mesure phare du plan allemand est sûrement le « super cap », un système de compensation des pics de prix de l'électricité, qui devrait maintenir les prix autour de 6 centimes d'euros par kWh, afin de concurrencer les États-Unis.

Italie : légère révision à la hausse du PIB

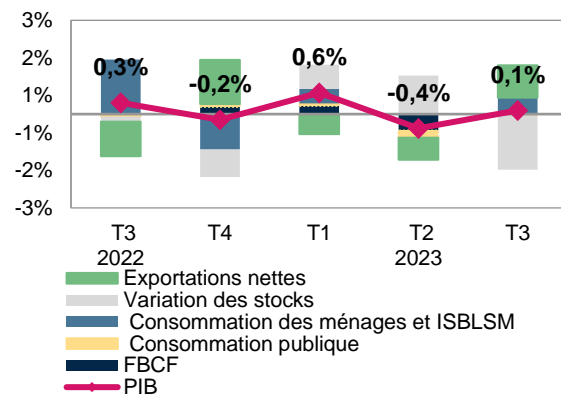
La croissance italienne est finalement positive au troisième trimestre augmentant légèrement de 0,1% après qu'elle a été estimée à zéro lors de la première publication du PIB fin octobre.

Derrière cette timide progression, se cachent d'importants mouvements. Ainsi la contribution de la demande intérieure a été de +0,4 point de PIB en nette progression par rapport au trimestre précédent où elle avait amputé la croissance de -0,6 point. La demande extérieure a quant à elle contribué positivement au PIB de 1 point de pourcentage. Cet apport positif est néanmoins le fruit d'une double contraction, celle des importations de -2% et celle des exportations de -0,6%. Enfin, après deux trimestres de contribution positive, un mouvement important de déstockage a enlevé 1,3 point à la croissance.

Dans le détail, la demande domestique a été portée par les dépenses de consommation des ménages qui ont progressé de +0,7% tandis que la consommation publique est restée nulle. La reprise de la consommation a été soutenue par une récupération des dépenses en consommation des biens durables qui ont augmenté de 2,7% après un recul de -0,1% au T2 contribuant à hauteur de 0,3%

à la consommation finale. Les dépenses en services ont également augmenté de 1,4% contribuant à hauteur de 0,7%. Elles ralentissent cependant par rapport au trimestre précédent où elles avaient crû de 2,4%. Enfin les dépenses de consommation de biens non durables et semi-durables se sont contractées pour le deuxième trimestre consécutif de -0,4% et -1,5%.

T/T Contribution à la croissance du PIB



Dans le même temps, l'investissement enregistre une baisse pour le deuxième trimestre de suite mais

de moindre ampleur par rapport au trimestre précédent de -2% au T2 à -0,1% au T3. En écho à l'amélioration de l'indice de production dans la construction, l'investissement dans le secteur reprend un peu d'allant (+0,5%) aussi bien pour sa composante logement (+0,4%) que pour celle du BTP (+0,6%). Pour ce qui est de l'investissement productif, ce dernier baisse pour le deuxième trimestre consécutif de -0,9%. Il est partiellement compensé par une reprise encore soutenue dans les transports qui croissent de 7% par rapport au trimestre précédent.

Du côté de l'offre, le tableau est plus positif. Tandis que la construction (+0,9%), l'industrie (+0,2%) et les services (+0,1%) progressent après un deuxième trimestre dans le rouge, l'agriculture continue de reculer au T3 (-1,3%).

Les heures travaillées ont augmenté de 0,4% par rapport au trimestre précédent tirées par une reprise dans l'agriculture (+2,1%), dans la construction (+2,2%) et dans l'industrie (+0,5%). La rémunération des salariés par tête a également progressé de 1,1% dans l'ensemble, en raison d'augmentations de 0,9% dans l'industrie au sens étroit, de 1,6% dans la construction et de 1,1% dans les services.

✓ Notre opinion – *En dépit d'une révision positive du PIB, l'acquis est resté inchangé à +0,7%. Malgré le recul de la confiance des ménages, la consommation semble réagir positivement aux ralentissements des prix et cela malgré une participation plus faible qu'attendu de l'activité touristique. La tendance pourrait se poursuivre au T4 avec un ralentissement encore plus marqué de l'inflation. Cette dernière est passée sous le seuil des 1% en novembre, tombant à 0,8%, grâce à la forte baisse cyclique des prix de l'énergie et la nouvelle décélération du rythme de croissance des prix des denrées alimentaires (+6,1%). Le ralentissement des prix dans certains secteurs de service joue favorablement sur l'inflation sous-jacente qui baisse également pour s'établir à +3,6% en novembre (contre +4,2% en octobre).*

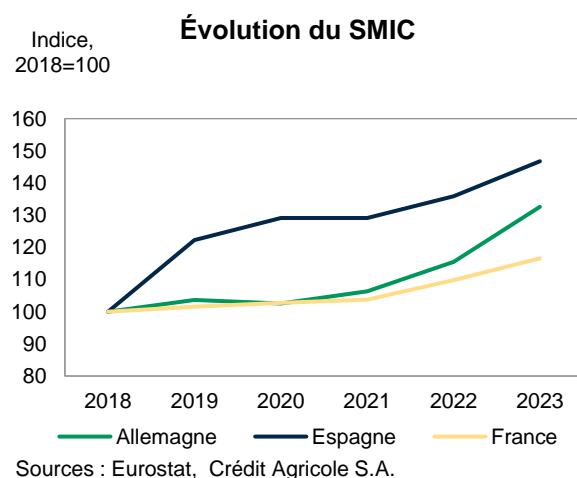
 **Espagne : SMIC 2024, début des négociations**

Le gouvernement souhaite entamer la législature avec une image d'unité entre les partenaires sociaux et le ministère du Travail concernant le salaire minimum interprofessionnel (SMI). La première réunion tenue ce jeudi s'est achevée sans discuter de chiffres concrets, mais avec une bonne entente sur la possibilité d'un accord avant la fin de l'année.

Cependant, des sources du cabinet de Yolanda Díaz évoquent déjà une orientation : elles estiment qu'il y a une marge pour parvenir à un consensus sur une augmentation de 4%, car les organisations patronales et syndicales ont signé une recommandation d'augmentations salariales consistant en une hausse initiale de 3% plus 1% supplémentaire si l'indice des prix à la consommation (IPC) dépassait la hausse initialement prévue, ce qui s'est produit. Une augmentation d'environ 4% du SMI en 2024 le porterait à environ 1 120 euros par mois, comparé aux 1 080 euros actuels.

Pour leur part, les syndicats ont présenté les paramètres qu'ils veulent voir utilisés pour calculer l'augmentation du SMI : une cible à 60% du salaire moyen et le maintien du pouvoir d'achat des bénéficiaires. Il existe différents critères pour calculer ces deux critères, et un accord devra être trouvé à ce sujet avant de fixer l'augmentation. L'UGT et le CCOO affirment qu'il est nécessaire de mettre à jour les calculs de la commission d'experts car ils sont basés sur des chiffres anciens, tandis que le ministère du Travail assure que le SMI de 2023 a déjà atteint 60% du salaire moyen.

De plus, il existe un autre problème sur lequel insistent les organisations patronales et sur lequel les syndicats sont d'accord : la modification de la réglementation sur la révision des prix dans les processus de passation de marchés du secteur public afin de pouvoir répercuter les augmentations du SMI sur les contrats en cours. Les partenaires sociaux sont largement d'accord sur cet aspect, les syndicats demandant que cette mise à jour soit destinée aux salaires des travailleurs et garantisse la stabilité de l'emploi pour les personnes sous contrat avec l'administration publique. Cependant, cette question relève du ministère des Finances, avec lequel il faudrait négocier.



☑ **Notre opinion** – La prochaine réunion aura lieu le 11 décembre, lors de laquelle des chiffres concrets sont attendus. Malgré les différences, l'UGT et le CCOO apprécient que les organisations patronales aient fait une proposition d'augmentation en temps et en heure, contrairement à d'autres occasions où elles ont quitté la table des négociations. Les dernières augmentations de 2022 (3,6%) et de 2023 (8%) ont été convenues uniquement entre les syndicats et le gouvernement.

Au cours des dernières semaines, différentes propositions, plus ou moins détaillées, ont été envisagées, plaçant le SMI de 2024 à des montants différents. Si l'on suit le critère de l'organisation patronale, il augmenterait jusqu'à 1 112 euros, avec la possibilité d'atteindre les 1 123 euros mentionnés par le ministère du Travail. Les syndicats avaient initialement proposé un pourcentage proche de l'augmentation du panier de produits de base, en particulier des aliments, ce qui conduirait à une augmentation d'environ 10% (1 190 euros). Cependant, ils préfèrent désormais se caler sur l'augmentation des salaires pour 2023, chiffrée par l'Enquête trimestrielle sur le coût de la main-d'œuvre, qui, selon eux, devrait avoisiner les 5,2%. Une augmentation de ce type représenterait 1 136 euros par mois, en supposant que tous ces chiffres se réfèrent effectivement aux paiements mensuels d'un salaire réparti sur 14 mensualités.

Pays émergents

Asie

Entre la Chine et les États-Unis, la Corée a toujours besoin de la mondialisation heureuse

Réunis pour la première fois depuis 2019 à Busan (Corée du Sud), les ministres des Affaires étrangères chinois, sud-coréen et japonais ont annoncé la reprise d'un dialogue tripartite, visant notamment à contrôler le niveau de tensions en mer de Chine et avec la Corée du Nord.

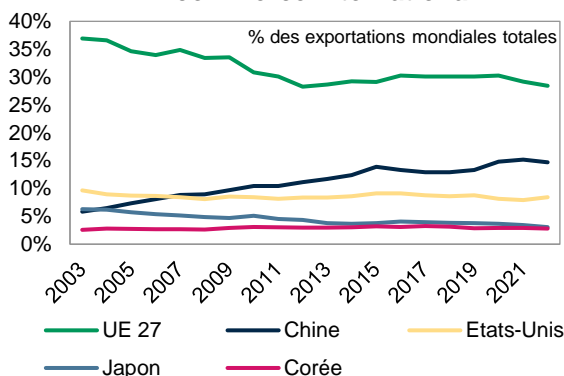
Si le retour de la Chine dans ces formats est surprenant, le rapprochement opéré entre la Corée du Sud et le Japon se confirme et s'intensifie depuis l'élection du conservateur coréen Yoon Suk-yeol. En août à Camp David, les deux pays ont ainsi signé un accord de coopération avec les États-Unis, qui prévoit des manœuvres militaires communes, des échanges entre services de renseignements et des rencontres trilatérales.

L'apaisement de Busan, qui s'inscrit dans la lignée de la rencontre Xi-Biden à San Francisco, n'est pas suffisant pour remettre en question le rapprochement opéré entre la Corée et le Japon, souhaité par Washington et vu d'un mauvais œil par Pékin. Il témoigne en revanche de la place particulière qu'occupe la Corée du Sud dans cet espace et ce réseau d'alliances, elle dont la prospérité s'est fondée sur le commerce et donc la « mondialisation heureuse », aujourd'hui remise en question.

Les tensions commerciales, un défi pour le modèle de croissance sud-coréen

La Corée du Sud fait partie de la catégorie très fermée des pays ayant connu une croissance rapide l'ayant propulsé d'économie en développement à économie avancée en moins de cinquante ans.

Une part de marché stable dans le commerce international



Sources: UNComtrade, Crédit Agricole S.A/ECO

Son modèle de croissance, fondé sur l'ouverture au commerce international, associé à une spécialisation dans certains secteurs à forte valeur ajoutée (électronique, semi-conducteurs, automobile), lui a permis d'accumuler des excédents courants, d'attirer des investissements directs étrangers puis

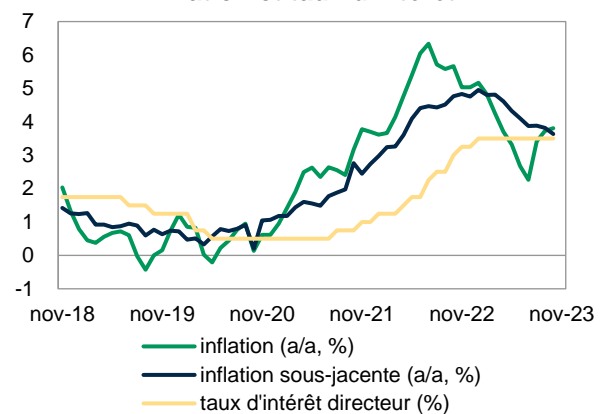
de répartir les gains de la croissance de manière à créer une classe moyenne soutenant la consommation.

C'est ce modèle équilibré qui lui a permis de traverser la crise du Covid sans subir de récession trop profonde, et en profitant d'une reprise très soutenue du commerce international, en particulier sur la demande de biens électroniques et donc de semi-conducteurs.

L'année 2022, marquée par une hausse des prix de l'énergie, une contraction du commerce international, une montée des tensions et un fort resserrement monétaire, a cependant fait ressurgir les faiblesses de l'économie coréenne, à commencer par sa dépendance aux échanges extérieurs.

Après un super-cycle en 2020-2021, l'effondrement des exportations de semi-conducteurs couplé à la hausse des prix du pétrole, premier poste d'importations du pays, ont mis la balance commerciale ainsi que la devise sous tensions. Le déficit commercial s'est ainsi creusé jusqu'à atteindre 70 Mds en mai 2023, pesant également sur le won qui a cédé 20% face au dollar en 2022, avant de se réapprécier.

Inflation et taux d'intérêt

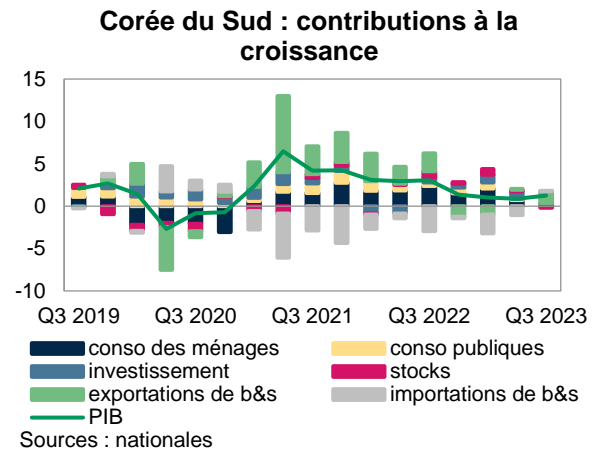
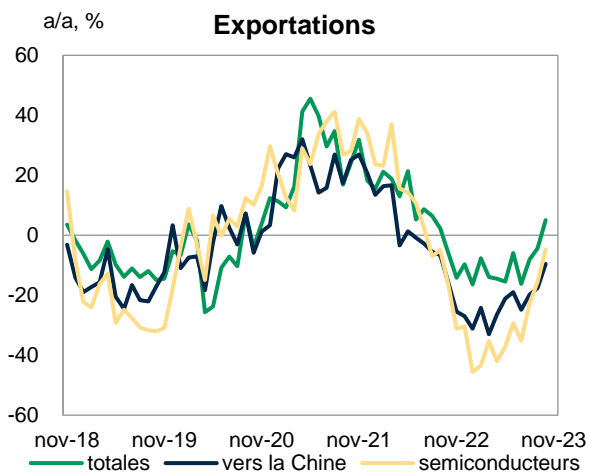


Source : BoK

Face à une hausse des prix rapide, qui s'était propagée rapidement à la partie sous-jacente de l'inflation, la banque centrale coréenne avait relevé son taux directeur à sept reprises entre janvier 2022 et janvier 2023, le passant de 1,25% à 3,5%, le double du taux historique pré-Covid. Enfin, la croissance avait également nettement ralenti, passant de 3,1% au T3-2022 à moins de 1% au T2-2023, sous l'effet d'une contribution négative du commerce extérieur et d'une consommation peu dynamique, entamée par l'inflation.

Depuis le troisième trimestre, l'horizon semble cependant s'éclaircir pour la Corée. Déjà, l'inflation a nettement décéléré. Si sa composante sous-jacente demeure à un niveau inhabituellement élevé pour le pays (3,6% en octobre en glissement annuel), son rythme plaide pour un desserrement progressif de la politique monétaire, qui pourrait débiter au deuxième semestre 2024 et en fonction des choix américains, afin de ne pas s'exposer à de nouveaux mouvements brusques de capitaux comme en 2022.

Ensuite, les exportations ont repris des couleurs. Après un an de baisses consécutives, elles ont progressé de 5,1% en octobre en glissement annuel. Le déficit commercial se consolide ainsi graduellement, et s'élevait à 40 Mds de dollars en octobre. Si la consommation demeure pour l'instant neutre dans sa contribution à la croissance, elle devrait s'améliorer graduellement en 2024, année pour laquelle la croissance devrait atteindre 2,3%.



Notre opinion – Économie très ouverte et très dépendante des matières premières, la Corée du Sud a subi de plein fouet les contraintes externes apparues en 2022 : hausse des prix énergétiques et agricoles provoquée par l'invasion russe en Ukraine, resserrement monétaire, dépréciation des devises face au dollar et ralentissement de la demande mondiale. Devant cette succession de chocs, l'économie a finalement plutôt bien résisté. Certes, la croissance a ralenti, mais elle devrait se maintenir au-dessus de 1% en 2023, une performance inférieure à celle des États-Unis mais meilleure qu'en zone euro. Et surtout, la fin d'année indique que, loin de s'affaiblir, la reprise se consolide, grâce à l'amélioration des termes de l'échange. La production industrielle est ainsi revenue en territoire positif en octobre, et les indices PMI restent bien orientés.

Dans ce contexte, la Corée aurait tout à gagner d'un apaisement des tensions, elle qui a fondé sa croissance et son développement sur la mondialisation heureuse et l'intégration commerciale en Asie. La rencontre de Busan se veut le signe de cet apaisement, mais est loin de répondre aux divergences profondes et aux inquiétudes coréennes vis-à-vis de la position chinoise en mer de Chine et de son soutien au régime nord-coréen.

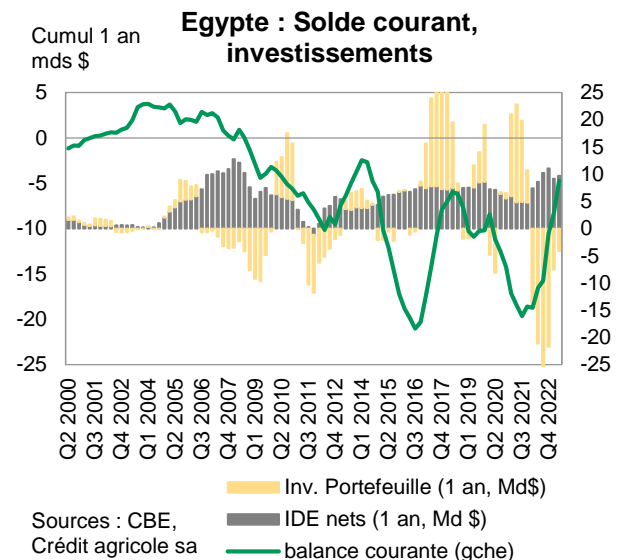
Moyen-Orient et Afrique du Nord

Égypte : une probable extension du plan de soutien du FMI dans un contexte difficile

Le FMI a annoncé le 18 novembre dernier, par la voix de sa directrice générale, une probable augmentation du plan de soutien financier à l'Égypte en raison des difficultés économiques liées à la chute du tourisme et à la hausse des prix de l'énergie importée provoquée par la guerre Hamas-Israël. L'actuel programme financier est un modeste soutien de 3 Mds USD (qui s'ajoute aux plans de 2016 de 12 Mds USD et de 2020 de 8 Mds USD) et qui devrait donc être porté à 5 Mds USD. D'autres organisations multilatérales comme la Banque mondiale, la BERD ou la Banque islamique de développement pourraient prendre des mesures similaires ou d'extension des maturités de remboursement. Au total, les trois plans de soutien du FMI devraient s'élever à 6,5% du PIB, un ratio assez important. Les décaissements du FMI sont suspendus depuis presque un an car le Fonds attend une flexibilisation du taux de change, une exigence ancienne, pour reprendre, sans doute début 2024, son programme de soutien financier.

Toutefois, pour l'Égypte, le plan de soutien élaboré par le FMI en 2022 repose essentiellement sur les aides bilatérales et privés. Qu'en sera-t-il donc pour les investisseurs privés ? Si les aides des pays du Golfe pourraient également s'intensifier, une forte hausse des volumes d'investissement privé semble assez peu probable compte tenu du contexte géopolitique actuel. Effectivement, les investissements en provenance d'Asie ou des pays occidentaux pourraient marquer le pas. Actuellement, les IDE (investissement directs étrangers) se sont redressés à environ 10 Mds USD par trimestre depuis un an grâce aux privatisations et aux aides directes des pays pétroliers mais les investissements de portefeuille sont eux toujours en contraction de 29 Mds USD cumulés depuis sept trimestres, illustrant la défiance de certains types d'investisseurs. La poursuite du flux constant d'IDE à court terme est très incertaine compte tenu de la guerre aux frontières du pays. Les autorités égyptiennes ont annoncé avoir adapté le cadre législatif pour

améliorer l'environnement du droit des affaires par trois lois sur les investissements, les entreprises et les marchés de capitaux ; par ailleurs, elles multiplient les zones franches autour du canal de Suez pour attirer des entreprises étrangères avec des avantages fiscaux. À ce stade, ces réformes n'ont pas encore produit des retombées économiques mesurables car ces réformes produisent des résultats plutôt à long terme.



Le déficit courant se contracte depuis quelques trimestres, ce qui est une très bonne nouvelle macroéconomique. La bonne tenue du tourisme et la hausse des recettes du canal de Suez (+20%) en sont en partie la cause. Mais ceci est surtout le résultat de la baisse des importations dont le flux a diminué de 15 Mds depuis un an en raison de la pénurie de dollars pour régler les importateurs.

De son côté, l'inflation commence à reculer mais si lentement... Avec 35% en octobre après un mois de septembre à 38%, la tendance reste très défavorable et cela commence à provoquer des tensions sociales dans le pays.

Notre opinion – L'environnement géopolitique pourrait avoir plusieurs impacts défavorables à l'économie égyptienne. Le premier est une baisse des flux touristiques qui pour l'instant ne se sont pas matérialisés, le ministère a confirmé que les arrivées de touristes ont progressé de 30% sur les dix premiers mois de 2023. Les autorités essaient d'anticiper une éventuelle diminution des réservations avec les tarifs plus attractifs à destination du sud du Sinaï. Le deuxième impact pourrait être assez élevé sur le sentiment des investisseurs étrangers, déjà préoccupés par la politique monétaire et qui pourraient être inquiets des lourdes incertitudes régionales si une extension du conflit au-delà de Gaza se matérialise. L'impact sur la croissance du PIB ne semble pas, là non plus être en œuvre à ce stade mais la baisse de la consommation des ménages devrait déjà entraîner une légère décélération de la croissance du PIB au deuxième semestre 2023. Un redressement début 2024 reste toujours probable selon la plupart des analystes.

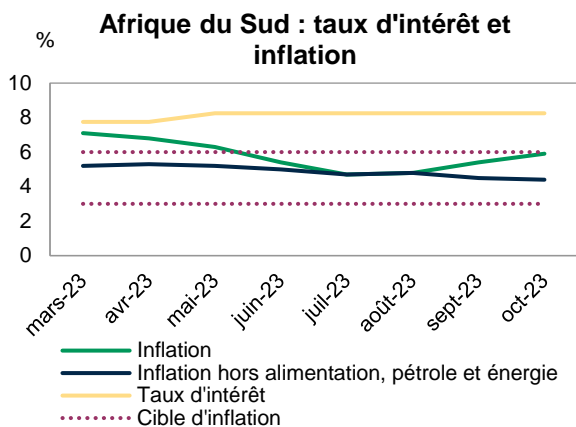
Afrique sub-saharienne

Afrique du Sud : une économie sur courant alternatif

Malgré l'instabilité économique mondiale et la crise persistante de l'électricité, l'économie sud-africaine avait réussi à déjouer les pronostics en enregistrant, au second semestre 2023, une croissance économique de 1,6% en glissement annuel.

Cette amélioration non-anticipée des performances de l'économie sud-africaine était liée à une réduction des pannes d'électricité et à une moindre dépendance, à l'égard d'Eskom, des secteurs stratégiques tels que l'industrie manufacturière et l'exploitation minière.

Le taux d'inflation, quant à lui, était sur une trajectoire descendante depuis mars. Cependant, l'inflation globale des prix à la consommation, tirée par la hausse des coûts de l'alimentation et des transports, a connu un sursaut, en octobre, à 5,9% selon les données de *Statistics South Africa*.



Face à cette hausse, la *South African Reserve Bank* (SARB) a tenu à maintenir les taux d'intérêt constants, à 8,25%. Malgré cette décision, ces taux d'intérêt continuent de peser négativement sur la demande intérieure, en décourageant la consommation et l'investissement.

Par ailleurs, alors que l'économie peine à croître, le ministre des Finances sud-africain prévoit une augmentation du déficit budgétaire à 4,9% du PIB en 2023 tandis que le ratio de la dette publique dépasse, d'ors et déjà, 70% du PIB.

Autre motif d'inquiétudes, l'économie sud-africaine dépend fortement de l'exportation de matières premières, notamment de minéraux, de charbon, de minerai de fer, de produits agricoles et de diamants, ce qui la rend vulnérable aux fluctuations des prix mondiaux et aux variations de la demande. Compte tenu des incertitudes entourant les prix des produits de base et de la faiblesse de la demande mondiale, les perspectives commerciales du pays devraient être affectées. Selon les prévisions du FMI, l'Afrique du Sud devrait connaître un ralentissement du taux de croissance de ses exportations en 2023, qui devrait se situer autour de 3,6%, contre 7,4% en 2022.

Enfin, le taux de chômage, estimé à 32,6% lors du dernier trimestre, demeure un sujet préoccupant dans la mesure où il affecte considérablement la demande intérieure.

Dans cette perspective, *South African Post Office* (SAPO) a annoncé, cette semaine, qu'elle prévoyait de licencier 6 000 employés et de fermer 420 succursales dans tout le pays, alors que l'entreprise publique continue de s'enliser dans des difficultés financières. Dans le secteur industriel, le géant mondial de la sidérurgie Arcelor Mittal compte, lui aussi, mettre fin à certaines de ses activités liées à l'acier en Afrique du Sud et supprimer jusqu'à 3 500 emplois, invoquant un contexte économique moribond. Enfin, le Syndicat national des mineurs (NUM) a affirmé qu'une série d'avis de licenciement avaient été émis par les sociétés minières ces derniers mois, ce qui pourrait entraîner la suppression d'environ 10 000 emplois d'ici janvier 2024.

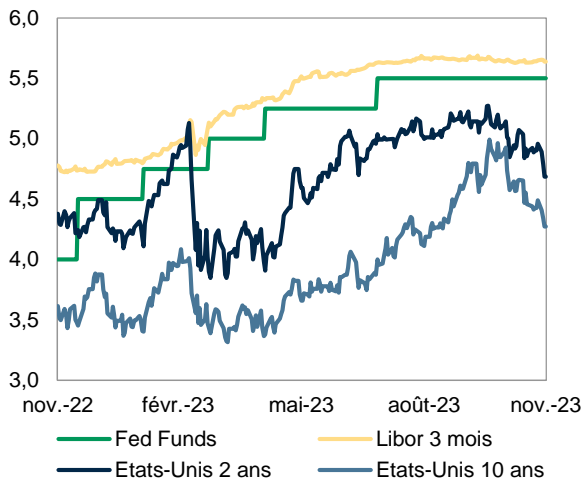
Notre opinion – Les faibles perspectives de croissance, la dégradation des finances publiques, le niveau du taux de chômage ainsi que les contraintes énergétiques et logistiques pèsent encore lourdement sur les performances de l'économie sud-africaine. À présent, l'Afrique du Sud est confrontée à la résurgence de l'inflation. La récente flambée de l'inflation risque de cristalliser de nouvelles tensions : les prix des denrées alimentaires et du carburant jouant un rôle central dans les luttes quotidiennes de ces citoyens. Alors que la SARB envisage des ajustements des taux d'intérêt, les consommateurs, en particulier ceux qui sont endettés, sont confrontés à la perspective de nouvelles pressions financières.

Compte tenu de ces obstacles, le gouvernement devrait mettre l'accent, à l'aube des prochaines élections en 2024, sur l'importance d'une augmentation des investissements dans les infrastructures et les énergies renouvelables, d'une amélioration de l'utilisation des dépenses publiques ainsi que d'une diversification de son économie afin de promouvoir une croissance résiliente et durable.

Tendances à suivre

Taux d'intérêt en dollar américain

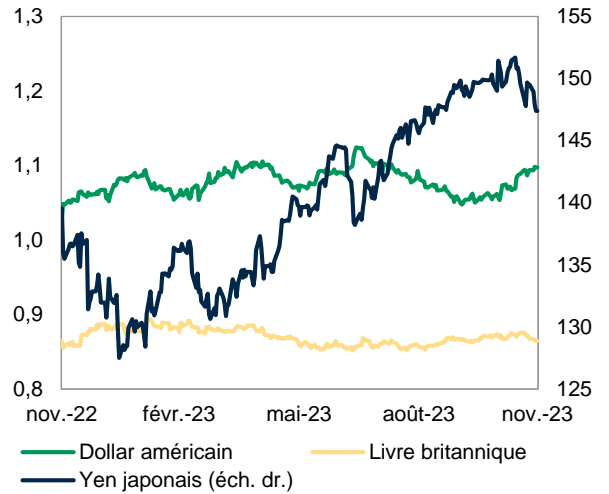
%, interbancaire (Londres) et souverains (États-Unis)



Source : Thomson Reuters

Taux de change des principales devises

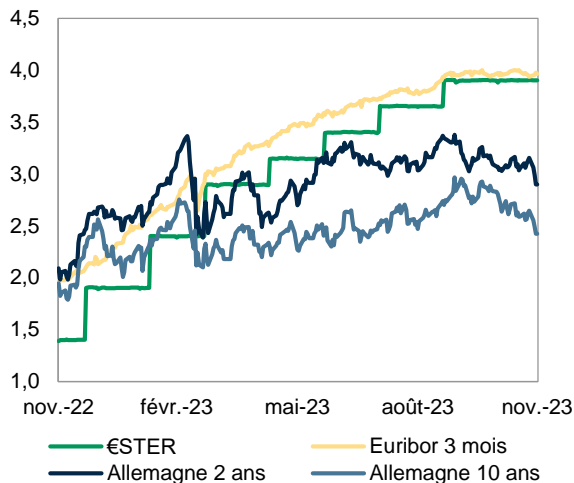
EUR/USD, EUR/GBP et USD/JPY



Source : Thomson Reuters

Taux d'intérêt en euro

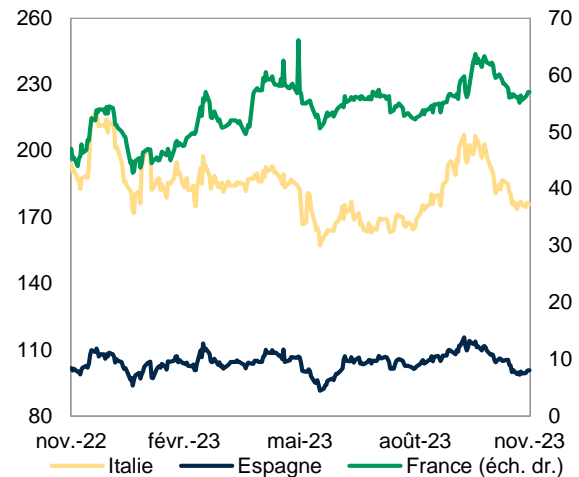
%, interbancaires (Londres) et souverains (Allemagne)



Source : Thomson Reuters

Spreads souverains européens avec le Bund

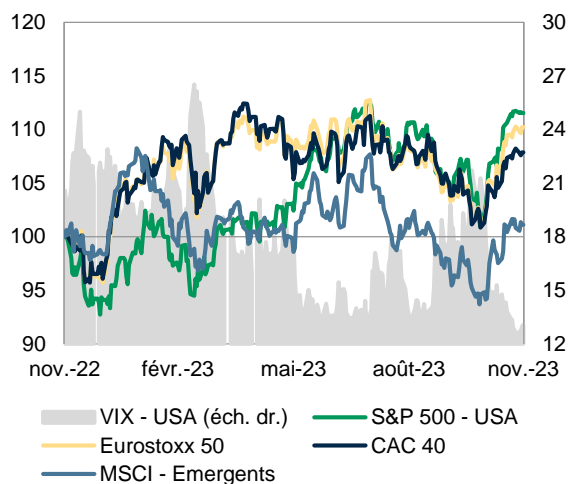
Pdb, dette en EUR à dix ans



Source : Thomson Reuters

Marché actions

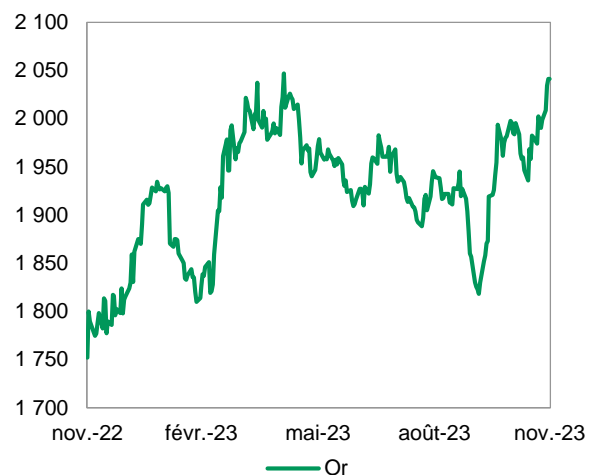
Indice boursiers (100 = début de période) et volatilité VIX



Source : Thomson Reuters

Cours de l'once d'or

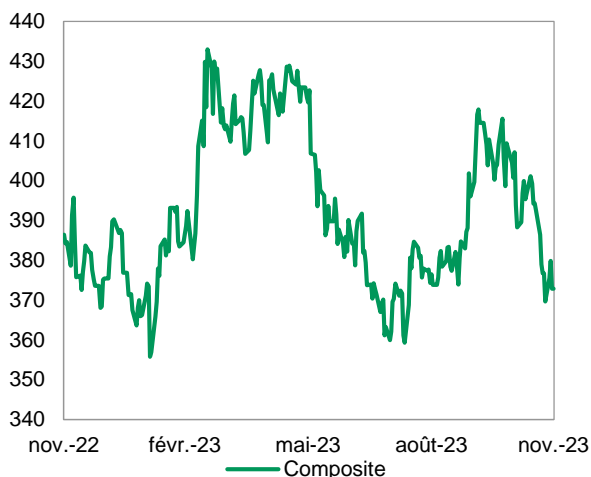
USD/Once troy (Londres)



Source : Thomson Reuters

Spreads souverains émergents avec le T-Bond

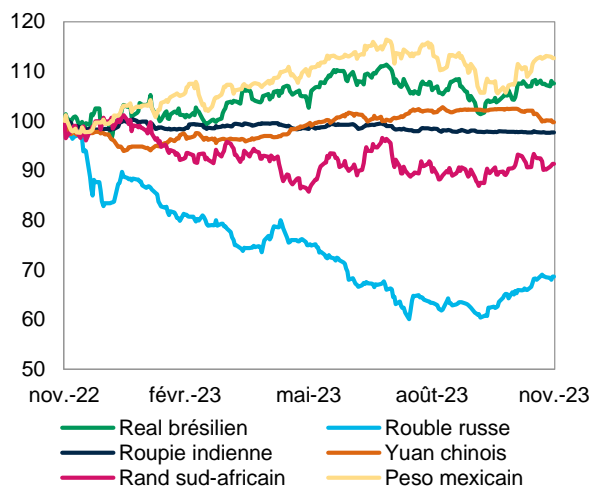
Indices EMBI+ (pdb, dette en USD de plus d'un an)



Source : JP Morgan

Devises émergentes

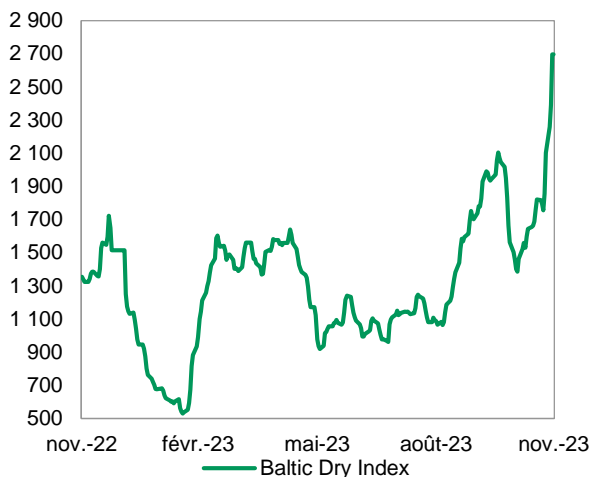
/USD (indice 100 = début de période)



Source : Thomson Reuters

Coût du transport maritime de vrac sec

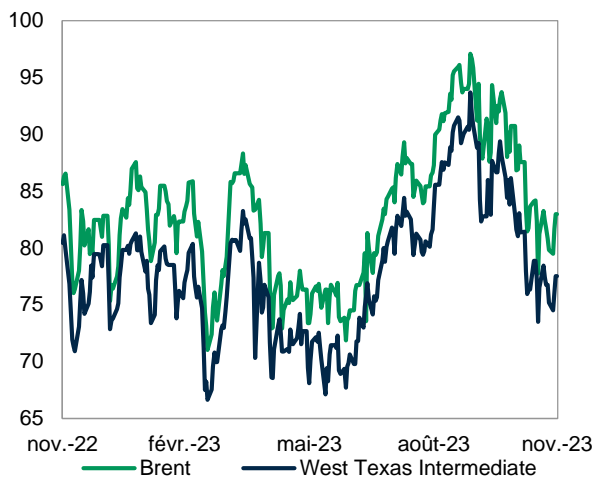
Baltic Dry Index (USD/point)



Source : Baltic Exchange

Cours du baril de pétrole brut en USD

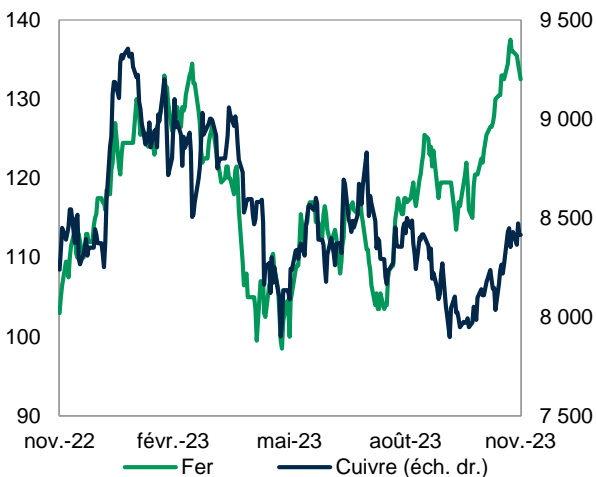
Brent (mer du Nord) et WTI (golfe du Mexique)



Source : Thomson Reuters

Cours des métaux

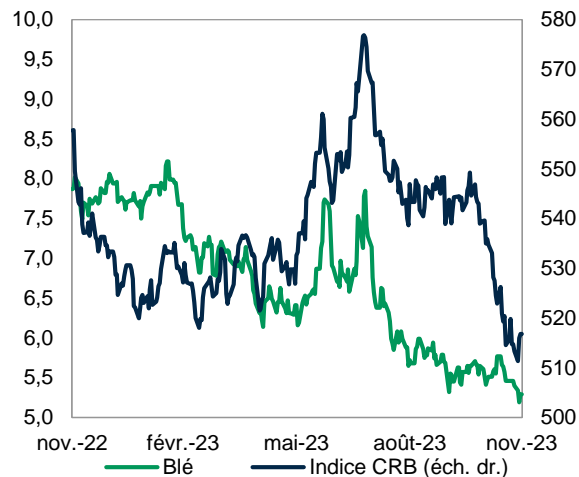
USD/tonne métrique



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
30/11/2023	<u>Moyen-Orient - Afrique du Nord – un peu plus de croissance et un peu moins d'inflation en 2024</u>	Moyen-Orient - Afrique du Nord
29/11/2023	<u>Afrique sub-saharienne/États-Unis – L'AGOA offre des opportunités économiques pour la région</u>	Afrique, États-Unis
29/11/2023	<u>Italie – Un feu orange de la Commission européenne, suffisant pour éviter la tempête</u>	Italie
28/11/2023	<u>Zone euro – La Commission européenne prépare les pays à la réouverture des procédures de déficit excessif</u>	Zone euro
28/11/2023	<u>France – Le climat des affaires plombé par le commerce de gros et de détail</u>	France
24/11/2023	<u>Monde – L'actualité de la semaine</u>	Monde
23/11/2023	<u>À San Francisco, un déplacement de Xi Jinping aussi politique qu'économique</u>	Etats-Unis, Asie
23/11/2023	<u>Afrique sub-saharienne – Quelles conséquences du ralentissement de l'économie chinoise pour la région ?</u>	Asie, Afrique
22/11/2023	<u>France – L'Insee confirme la forte baisse de l'inflation en octobre</u>	France
22/11/2023	<u>Zone euro – Stagnation et désinflation confirmées</u>	Zone euro
17/11/2023	<u>Monde – L'actualité de la semaine</u>	Monde
17/11/2023	<u>Royaume-Uni – Conjoncture : une croissance nulle au troisième trimestre</u>	Royaume-Uni
17/11/2023	<u>Énergie – Le bio-CO2, une ressource en devenir pour la transition énergétique</u>	Transition énergétique
16/11/2023	<u>Géopolitique – Le mur du réel</u>	Géopolitique

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 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.