

# Perspectives

Hebdomadaire – N°24/017 – 19 janvier 2024

## MONDE – L'actualité de la semaine

☞ <i>Poussés par les banques centrales, les marchés revoient leur copie à la marge</i> .....	2
☞ <i>France : une inflation toujours élevée en 2023, des chiffres annuels à relativiser</i> .....	4
☞ <i>Allemagne : les données provisoires de croissance du PIB en 2023 conformes à nos prévisions</i> .....	5
☞ <i>Italie : le secteur de la construction continue son expansion</i> .....	5
☞ <i>Espagne : réduction des défaillances en novembre</i> .....	6
☞ <i>Chine : le dragon de bois viendra-t-il à bout de la déflation ?</i> .....	7
☞ <i>Tunisie : les entreprises d'État un peu moins déficitaires, la dette publique toujours très élevée</i> .....	9
☞ <i>Égypte : l'État envisagerait d'emprunter dans les monnaies des pays BRIC'S</i> .....	9
☞ <i>Afrique sub-saharienne : la Banque mondiale prévoit une reprise modeste de la croissance pour 2024</i> .....	10

## 👉 Poussés par les banques centrales, les marchés revoient leur copie à la marge

Les marchés ont baissé cette semaine, plombés par les commentaires de banquiers centraux de part et d'autre de l'Atlantique, qui ont cherché à tempérer l'enthousiasme des investisseurs quant aux perspectives de baisses de taux. Les espoirs de baisses de taux rapides et imminentes ont en outre été contrariés par la publication de chiffres solides des ventes au détail américaines. Enfin, le contexte global n'aide en rien à soutenir le sentiment de marché : la situation géopolitique toujours très tendue au Proche-Orient, la victoire, certes prévisible, mais écrasante de Donald Trump au caucus de l'Iowa, première des primaires du Parti républicain, et une croissance chinoise légèrement inférieure aux prévisions au quatrième trimestre (1% contre 1,3% anticipé par le consensus, et 5,2% pour l'ensemble de l'année contre 5,3% anticipé) ont contribué à réduire l'appétit pour le risque. Le prix du baril de Brent s'est par ailleurs redressé quelque peu (+0,9%) tout en restant sous le seuil des 80 dollars.

Commençons par les banquiers centraux. Les propos les plus restrictifs ont été ceux du gouverneur de la Fed et éminent faucon Christopher Waller. Il a clairement fait savoir que toute décision de baisse de taux se fera « méthodiquement et soigneusement » et qu'« il n'y a aucune raison d'agir aussi rapidement que par le passé ». S'il a reconnu que des réductions de taux étaient probables cette année, il a suggéré qu'elles n'étaient pas imminentes et a indiqué qu'il souhaitait recueillir davantage d'informations confirmant dans les mois à venir un retour soutenable de l'inflation vers la cible.

Des membres de la BCE ont également cherché à tempérer l'enthousiasme des marchés. Interviewée au Forum économique international de Davos, Christine Lagarde a laissé entendre que la BCE pourrait ne commencer ses baisses de taux que cet été. La présidente s'est dit attentive aux salaires, aux marges, à l'énergie et aux chaînes d'approvisionnement. La croissance des salaires reste une variable-clé et Madame Lagarde a souligné qu'elle serait inquiète si les futures négociations salariales au printemps avaient pour conséquence une forte hausse des salaires.

Est-ce que les discours ont été efficaces ? Modérément. Les anticipations de baisses de taux de marché se sont réduites mais peu significativement. En zone euro, même si la probabilité d'une première baisse en mars a diminué, les marchés continuent d'anticiper une première baisse de taux dès avril et un total de 150 points de base (pdb) de baisses en 2024. Aux États-Unis, la probabilité d'une baisse de taux au mois de mars a baissé également mais reste néanmoins élevée, à près de 60% contre un pic à 90%. Les marchés restent très optimistes en anticipant 140 pdb de baisses pour les Fed Funds sur 2024.

Les rendements d'État sans risque se redressent, l'inversion des courbes se maintenant. Le taux américain à dix ans s'établit à 4,16% ce vendredi matin (+22 pdb par rapport à vendredi dernier), contre 4,36% pour le taux deux ans (+22 pdb). La hausse des taux a été favorable au dollar qui s'est apprécié globalement sur la semaine (EUR/USD à 1,09, -0,6% sur la semaine) mais a naturellement pesé sur les indices actions. Les taux allemands à deux et à dix ans gagnent 17 et 16 pdb respectivement, à 2,68% et 2,35%.

Les statistiques économiques américaines publiées au cours de la semaine sont venues justifier la prudence de la Fed sur les perspectives d'une réduction durable de l'inflation. Elles suggèrent une croissance toujours forte en fin d'année, même si des zones de faiblesse existent. En particulier, les ventes au détail du mois de décembre ont été soutenues, en hausse de 0,6% sur le mois, un chiffre supérieur aux anticipations et le double du rebond de novembre, tirées, notamment par les ventes de véhicules et de pièces détachées (en hausse de 1,1% sur le mois). Même si les ventes au détail concernent largement le secteur des marchandises, par opposition aux services où la consommation pourrait être moins dynamique, il est clair que globalement les dépenses de consommation des ménages restent solides et, si ralentissement il y a au quatrième trimestre, il ne devrait être que limité. Les ménages profitent d'un marché du travail toujours tendu, bien que les conditions aient commencé à s'assouplir. Les dernières inscriptions initiales au chômage, portant sur la semaine précédente, ont atteint un plus bas (à 187 000) depuis septembre 2022. Loin d'une situation de réductions massives d'emplois, l'assouplissement du marché du travail s'opère surtout au travers d'une baisse de l'excès de demande de main-d'œuvre.

Les autres données conjoncturelles américaines publiées au cours de la semaine ont envoyé des signaux plus mitigés sur l'économie, notamment sur le secteur manufacturier. En décembre, l'activité a très légèrement rebondi (+0,1% sur le mois dans l'industrie, de même que dans le secteur manufacturier), mais cela intègre un probable effet de rattrapage d'activité dans le secteur automobile après la grève du syndicat des travailleurs de l'industrie automobile UAW (*United Auto Workers*). En outre, le taux d'utilisation des capacités de production a atteint un plus bas depuis deux ans à 78,6%, un niveau comparable à ceux de mi-2019 (la Fed avait alors entamé un desserrement monétaire). Le niveau de la production industrielle demeure relativement stable depuis environ un an et les enquêtes régionales pour le mois de janvier sont mitigées. L'indice Empire State de la Fed de New York a accusé un repli à -43,7 contre -14,5 en décembre, un plus bas depuis mai 2020, tandis que l'indice Philly Fed de Fed de Philadelphie est resté

détérioré à -10,6 contre -12,8 le mois précédent. Toutefois, la chute de l'indice Empire State, bien que significative, est à relativiser puisque la série est sujette à de fortes variations d'un mois sur l'autre. On observe une évolution encourageante : l'indice d'anticipation du climat des affaires sur les six prochains mois de l'enquête Empire State s'est amélioré et les projets d'investissement en capital ont rebondi. Si les industriels semblent voir la situation actuelle comme temporaire, leur optimisme est modéré.

Le *Livre beige* de la Réserve fédérale américaine, qui résume les conditions économiques dans douze districts de Réserve fédérale, a globalement confirmé les signaux envoyés par les données : dynamisme, parfois supérieur aux attentes dans certains districts, de la consommation des ménages en fin d'année, baisses de la production manufacturière, des ventes d'automobiles et de biens immobiliers pénalisées par les taux d'intérêt élevés. Toutefois, les anticipations d'activité s'améliorent dans la plupart des districts, les anticipations de baisses de taux étant la principale source d'optimisme. Le marché du travail est décrit comme tendu mais presque tous les districts signalent un assouplissement des conditions et une baisse des pressions sur les salaires. Le ralentissement de l'inflation se poursuit, favorisé par des baisses de prix des intrants, en particulier dans le secteur manufacturier, et par une plus grande sensibilité des consommateurs aux prix, qui oblige les vendeurs à diminuer leurs marges.

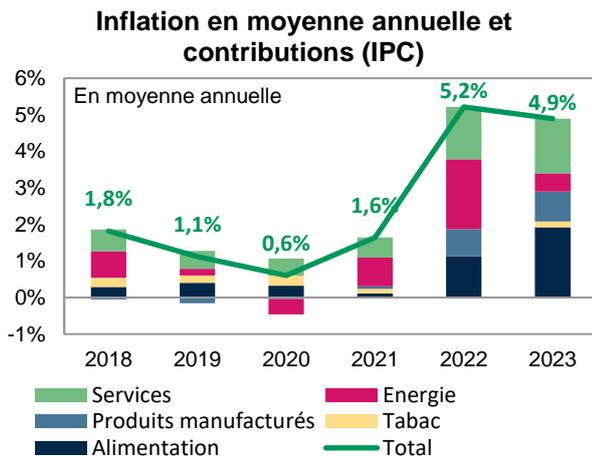
Une accélération surprise de l'inflation britannique en décembre (de 3,9% à 4%), la première depuis février 2023, a pesé également sur les marchés outre-Manche. L'inflation sous-jacente est ressortie stable à 5,1% mais l'inflation des services a légèrement accéléré, à 6,4% contre 6,3% en novembre. Néanmoins, ces résultats sont toujours confortablement en-deçà des anticipations de la BoE (de 0,6 point pour le CPI et de 0,5 pour les services). En outre, la croissance des salaires, très suivie par la BoE, a baissé à 6,6% sur les trois mois à fin novembre contre 7,2% en octobre. Ces données ne sont pas de nature à remettre en cause les orientations de la BoE, mais ont néanmoins provoqué un mouvement haussier sur les taux britanniques (+14 pdb pour le taux deux ans et le taux dix ans respectivement). Nous anticipons une accélération supplémentaire de l'inflation CPI britannique début 2024 en raison d'effets de base défavorables et une hausse des plafonds des tarifs de l'énergie, avant une nette décélération au deuxième trimestre. Notre scénario d'une première baisse de taux par la BoE en août prochain reste inchangé.

## Zone euro

### France : une inflation toujours élevée en 2023, des chiffres annuels à relativiser

Les chiffres définitifs de l'inflation de décembre ont été publiés par les instituts statistiques nationaux et Eurostat pour la zone euro, ce qui permet d'obtenir l'inflation en moyenne annuelle sur l'année 2023<sup>1</sup>. L'inflation en France reste ainsi élevée en 2023, seulement un peu en-deçà de l'inflation de l'année précédente qui constituait un record historique. L'inflation française s'avère ainsi supérieure à celle de la zone euro, demeurant toutefois inférieure à celle de l'Allemagne et de l'Italie en 2023. La France affiche en outre une inflation sous-jacente et une inflation cumulée depuis l'avant-crise sanitaire plus contenues qu'en zone euro et chez ses principaux voisins.

Au sens de l'indice des prix à la consommation (IPC) publié par l'Insee, l'inflation a atteint 3,7% en glissement annuel<sup>2</sup> en décembre, clôturant ainsi l'année en légère hausse par rapport à novembre (+0,2 point). Sur l'ensemble de l'année 2023, l'inflation s'établit ainsi à 4,9%, soit en légère baisse par rapport à 2022 où elle avait atteint 5,2%, son plus haut niveau depuis la création de la série au début des années 1990.

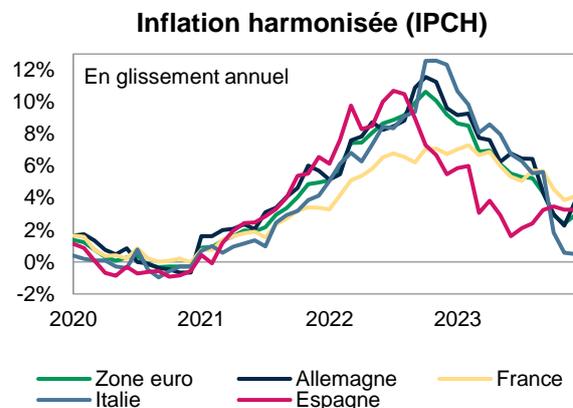


En 2023, le poste qui contribue le plus à l'inflation totale est l'alimentation (1,9 point), dont les prix ont bondi de 11,8% (après 6,8% en 2022). Les services représentent la deuxième contribution à l'inflation (1,5 point) du fait de leur poids élevé dans le panier de l'IPC (50%), avec une hausse de 3% de leurs prix (comme en 2022). Les prix de l'énergie, en nette décélération par rapport à l'année précédente (+5,6% après +23,1%), contribuent pour leur part de manière plus modérée (0,5 point).

L'inflation sous-jacente, qui correspond à l'évolution des prix hors prix volatils et administrés, augmente en 2023 à 5,1% au sens de l'IPCSJ, après 3,9% en 2022, en lien avec l'accélération des prix de

l'alimentation hors produits frais et des produits manufacturés. C'est en effet l'inflation sous-jacente qui est la plus persistante après le choc inflationniste. Une fois le choc passé sur les prix à la consommation énergétiques (assez direct et immédiat, hors effet des mesures publiques), l'inflation sous-jacente subit les effets indirects qui transitent via le système productif, la hausse passée des prix des matières premières se répercutant avec délai sur les prix à la consommation des biens et services. Elle est ensuite soutenue par les effets de second tour provenant de la hausse des salaires qui touchent en particulier les services, plus intensifs en main d'œuvre.

En utilisant l'indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH), qui permet la comparaison de l'inflation entre les différents pays européens du fait d'une méthodologie harmonisée, l'inflation française apparaît plus élevée en moyenne annuelle en 2023 (5,7%) qu'en zone euro (5,4%) et en Espagne (3,4%). Cela fait toutefois suite à une année 2022 où la France avait eu le taux d'inflation le plus faible de l'ensemble de l'Union européenne. Par ailleurs, l'inflation française reste inférieure à celle de l'Allemagne (6%) et de l'Italie (5,9%) en 2023. En outre, l'inflation sous-jacente (au sens de l'IPCH core) est plus faible en 2023 en France (4%) qu'en zone euro (5%) et chez ses principaux voisins.



Afin de mettre en perspective les chiffres français, la comparaison de l'inflation cumulée depuis l'avant-crise sanitaire apparaît particulièrement pertinente. En cumul entre janvier 2020 et décembre 2023, l'inflation s'avère ainsi plus faible en France (15,4%) qu'en Espagne (17,1%), en zone euro (18,9%), en Italie (19,4%) et en Allemagne (20,5%). Ce constat est aussi valable pour l'inflation sous-jacente (10,7% en France contre 13,9% en zone euro et jusqu'à 14,7% en Allemagne).

<sup>1</sup> L'inflation en moyenne annuelle correspond à l'évolution des prix en moyenne sur l'ensemble de l'année 2023 par rapport à leur niveau moyen en 2022.

<sup>2</sup> L'inflation en glissement annuel correspond à l'évolution des prix un mois donné par rapport à leur niveau le même mois de l'année précédente.

**✓ Notre opinion** – L'inflation française est restée relativement contenue au regard des chocs subis dans le passé récent, notamment en comparaison de pays similaires comme les autres grands pays de la zone euro (la mesure la plus adaptée étant l'inflation en cumul ou l'inflation sous-jacente). Les pouvoirs publics ont réussi, notamment avec le bouclier tarifaire, à échelonner le choc inflationniste dans le temps. La hausse des prix à la consommation avait ainsi été moins brutale en France en 2022, mais l'inflation est plus étalée, puisqu'elle reste en 2023 à un niveau similaire à ce qu'elle a été en 2022. L'heure est maintenant venue pour la suppression des mesures de soutien aux entreprises et aux ménages qui avaient été mises en place face à la hausse des prix de l'énergie. Le bouclier tarifaire sur les prix de l'électricité va ainsi être partiellement levé en février 2024, avec une hausse des tarifs réglementés de vente qui pourrait atteindre jusqu'à 10%, et qui soutiendra la composante énergétique de l'IPC. Cette hausse ne devrait toutefois pas entraver le reflux général de l'inflation prévu pour l'année 2024 (+2,7% en moyenne annuelle pour l'IPC d'après [notre scénario récent](#)).

**👉 Allemagne : les données provisoires de croissance du PIB en 2023 conformes à nos prévisions**

L'Institut de statistiques allemand a publié les données préliminaires du PIB pour l'année 2023. L'économie se serait contractée de 0,1% par an selon les données désaisonnalisées et corrigées des jours ouvrables, et de 0,3% si on prend en compte les données non corrigées des jours ouvrables. Cela résulte d'un quatrième trimestre qui aurait marqué un repli de 0,3%, plus fort que prévu. Malgré la forte baisse des prix à la consommation, l'inflation accumulée a freiné la croissance. Les conditions financières défavorables résultant de la hausse des taux d'intérêt et de la faiblesse de la demande intérieure et extérieure ont également contribué négativement.

Les chiffres des différentes composantes du PIB, encore préliminaires et sans prise en compte des effets calendaires, indiquent que la consommation privée a baissé de 0,8% en 2023 par rapport à 2022, tirée vers le bas par le niveau élevé des prix. La

consommation publique a également chuté de 1,7% sur un an en raison du retrait des aides liées à la pandémie. La formation brute de capital fixe dans le secteur de la construction a diminué de 2,1% par an en raison du niveau élevé des prix et de la hausse des taux d'intérêt. Pour sa part, la formation brute de capital fixe en machines et équipements a augmenté de 3,0% grâce à la composante d'équipements de transport. La faiblesse du contexte économique domestique et international a eu un impact négatif sur le commerce extérieur. Les exportations ont diminué de 1,8% par an tandis que les importations ont diminué de 3,0% par an, ce qui a donné lieu à une balance commerciale positive.

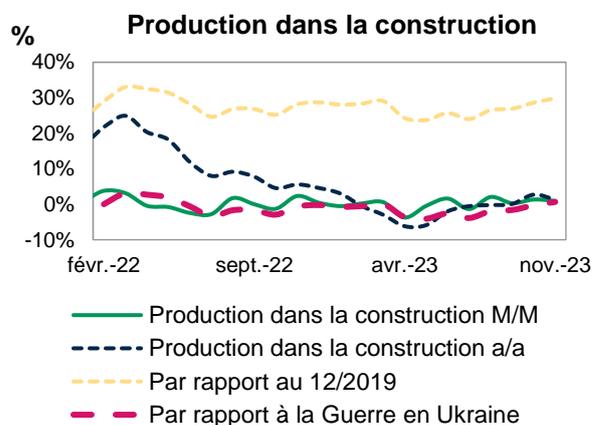
En outre, le troisième trimestre 2023 a été révisé à la hausse jusqu'à une stabilisation, contre -0,1% trimestriel précédemment estimé.

**✓ Notre opinion** – Ces chiffres confirmeraient notre prévision de repli du PIB au rythme de 0,1% en 2023. En extrapolant les données fournies par l'Institut de statistiques allemand pour estimer l'activité ajustée des jours ouvrables, la consommation privée aurait augmenté de 0,3% au quatrième trimestre par rapport au troisième, la consommation publique aurait également augmenté de 2,3%, tandis que les exportations et les importations auraient baissé respectivement de -3,7% et -4,8%.

**👉 Italie : le secteur de la construction continue son expansion**

En novembre, l'indice de production a enregistré une augmentation pour le quatrième mois consécutif. Après une hausse de 1,3 % en octobre, il progresse à nouveau de 1 % en novembre par rapport au mois précédent et de 1,3 % sur un an. Avec cette performance, l'acquis de croissance laissé au 4<sup>e</sup> trimestre est de 2,9 %, soit supérieur au T3 qui a crû au rythme de 1 %.

Les perspectives du marché restent bien orientées, avec un indice de confiance toujours à un niveau élevé, et des enquêtes indiquant des niveaux de commande en progression. Cependant, par rapport au trimestre précédent, on constate un tassement des anticipations. Sans pour autant parler de retournement, il semble que le secteur soit entré dans une pause de sa phase expansionniste.



Sources : Istat; Crédit Agricole S.A.

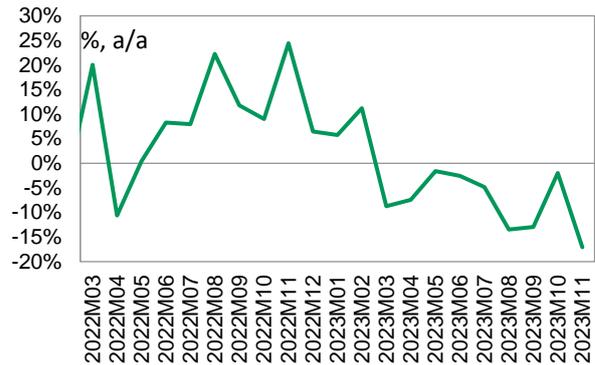
**✓ Notre opinion** – Toutes choses égales par ailleurs, l'impact négatif du retrait du « Super bonus » ne s'est pas entièrement matérialisé. Sur les 11 premiers mois de l'année, la production dans la construction recule de 0,9 %, alors même qu'elle avait augmenté en 2022 de 13%. Bien que les prémices du ralentissement soient perceptibles, les niveaux de production atteints par le secteur restent extrêmement importants, dépassant de plus de 30 % ceux de 2019. Toute la question sera alors de savoir si ces capacités de production supplémentaires issues de la période de « Super bonus » seront maintenues ou si, suite au retrait des mesures, nous assisterons à une hausse des défaillances dans le secteur.

**👉 Espagne : réduction des défaillances en novembre**

En novembre 2023, 9 272 sociétés commerciales ont été créées, soit 6,4% de plus qu'au même mois de 2022. Le nombre de défaillances d'entreprise a diminué de 17,1% en rythme annuel. Si on analyse l'évolution par secteur d'activité, on remarque que 20,1% des sociétés créées en novembre appartenaient au secteur du commerce et 17,4% aux sociétés immobilières, financières et d'assurance. Quant aux sociétés dissoutes, 20,5% concernent le commerce et 16,8% la construction.

La Rioja (84,6%), la Région de Murcie (33,0%) et le Pays basque (16,1%) ont enregistré les plus fortes augmentations annuelles du nombre de sociétés créées. D'autre part, Cantabrie (-15,4%), Communauté Forale de Navarre (-10,4%) et Îles Baléares (-4,4%) ont enregistré les plus fortes baisses.

**Espagne : défaillances d'entreprises**



Source : INE, Crédit Agricole S.A.

**✓ Notre opinion** – Les données de l'INE révèlent une baisse continue (en variation annuelle) des défaillances d'entreprises depuis neuf mois. Ces données, qui interviennent après les fortes augmentations observées au premier semestre de l'année 2021, révèle une tendance plutôt positive, qui contraste avec le resserrement des conditions de financement, qui n'est pas encore achevé. Ainsi, la dernière édition de l'enquête sur les prêts bancaires de la Banque d'Espagne montre une nouvelle réduction de la demande et un durcissement général des critères d'octroi de prêts dans les différents segments du marché du crédit. Au T4 2023, les entités interrogées s'attendent à une nouvelle réduction tant de l'offre que de la demande de crédit, bien qu'avec une intensité un peu plus modérée que celle enregistrée entre juillet et septembre. Dans ce contexte, ces derniers mois, la contraction du financement du secteur privé s'est accentuée, notamment dans les prêts aux entreprises et aux entrepreneurs individuels.

De plus, le taux de marge des entreprises se retrouvait en septembre 2023 à un niveau légèrement en dessous de celui de 2019. Cependant, l'évolution agrégée masque une hétérogénéité sectorielle importante en raison des différences de dynamisme de la demande mais surtout des évolutions des coûts auxquelles sont confrontées chacune des branches d'activité. Ainsi, le secteur manufacturier aurait dépassé le niveau pré-pandémique du T1 2019 en termes de taux de marge (108%), tandis que les services (97%) et notamment la construction (60,7%) restent en deçà. Cela est en cohérence avec la répartition sectorielle des défaillances publiée par l'INE.

Bien que les données affichent une tendance décroissante, dans ce contexte de faiblesse des marges et durcissement des conditions de crédit, le niveau de défaillances reste à surveiller.

## Pays émergents

### Asie

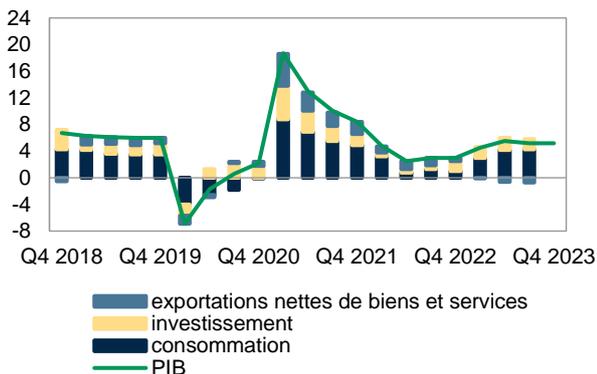
#### Chine : le dragon de bois viendra-t-il à bout de la déflation ?

De cette semaine, il faudra retenir deux chiffres côté Chine : celui de la croissance 2023, 5,2%, légèrement au-dessus de la cible officielle de 5% ; et surtout celui de la démographie. En 2023, la Chine a perdu deux millions d'habitants.

#### 2023 : les stigmates du Covid, mais pas uniquement

Après une année 2022 marquée par les confinements et les restrictions sanitaires, 2023 était attendue comme celle du rebond. Après un premier trimestre très solide, marqué notamment par une reprise de la consommation durant la période du Nouvel An lunaire, la dynamique est vite retombée. Les comportements d'épargne développés par les ménages entre 2020 et 2022 ont perduré, motivés cette fois non par des inquiétudes sur leur santé mais sur le secteur immobilier, dont la crise s'est poursuivie et intensifiée tout au long de l'année.

Chine : contributions à la croissance



Le secteur immobilier, pris dans son ensemble, a représenté jusqu'à 25% de l'économie chinoise. Or, cela fait depuis janvier 2022 que ce secteur n'a pas enregistré de croissance pour ses principaux indicateurs (permis de construire, mises en chantier, transactions). Si la restructuration des dettes *offshore*, pour la plupart libellées en dollars, a avancé, les investisseurs ayant accepté de prendre leurs pertes, la partie domestique avance beaucoup plus lentement. L'objectif des autorités est toujours de sauver les projets qui peuvent l'être, mais avec 50% des promoteurs en défaut, les chantiers se débloquent au compte-goutte car les repreneurs sont difficiles à trouver.

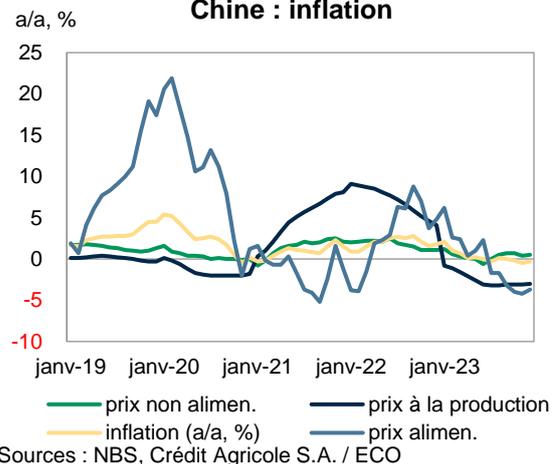
Bien que les autorités essayent de limiter la baisse des prix, afin de ne pas créer d'effets de panique auprès des ménages chinois, dont 70% du patrimoine est placé dans le secteur immobilier, les

prix ont baissé de 10 à 15%, parfois plus dans les villes moyennes et périphériques.

À l'heure actuelle, la crise de confiance provoquée par la stratégie zéro Covid puis par les turbulences immobilières semble difficile à enrayer. À cela s'ajoute les doutes autour de la santé du marché du travail, en particulier pour les jeunes. Le bureau des statistiques (NBS) a republié ce mois-ci un taux de chômage pour les 16-25 ans pour la première fois depuis juin. Ce dernier atteindrait maintenant 14,9%, contre plus de 21% pour le dernier point connu, et exclut dorénavant les jeunes à la recherche d'un emploi à mi-temps, afin de donner une vision « plus précise » de l'état du marché du travail.

Dans ce contexte, les chiffres de l'inflation ou plutôt de la déflation sont inquiétants, mais pas surprenants. Cette dernière s'explique par la faiblesse générale de la demande et la baisse des prix immobiliers. L'inflation n'a pas dépassé les 1% en glissement annuel depuis février 2022, et est même devenue nulle ou négative depuis juin. Or, si le reste du monde lutte toujours contre des niveaux d'inflation jugés trop élevés, la déflation n'est pas non plus une bonne nouvelle car elle diffère les décisions d'investissement et de consommation en plaçant les acteurs économiques dans une position attentiste, conduisant généralement à la récession.

Chine : inflation



Enfin, les stigmates du Covid se lisent aussi dans les chiffres de la démographie. Avec 690 000 décès de plus qu'en 2022, soit 11,1 millions de morts au total, une partie de la surmortalité s'explique sûrement par le pic de l'épidémie connu en début 2023. Avec 9 millions de naissances, soit 500 000 de moins qu'en 2022, le solde démographique est négatif pour la deuxième année consécutive, alors même que la population indienne continue d'augmenter. À moins que l'année du dragon, qui débutera le 10 février

prochain, soit synonyme d'une envolée des naissances.

**2024 : l'année du dragon tiendra-t-elle ses promesses ?**

Il ne faudrait pas sous-estimer son caractère auto-réalisateur, tant l'année du dragon – qui arrive tous les douze ans – est signe en Chine de succès et prospérité. Combiné à l'élément du bois, elle doit apporter croissance, créativité et renouveau.

Pour la croissance, un premier indice sera donné en mars avec l'annonce de la cible officielle, qui devrait se situer entre 4,5% (approche conservatrice) et 5% (approche plus optimiste, afin de raviver la flamme de la confiance).

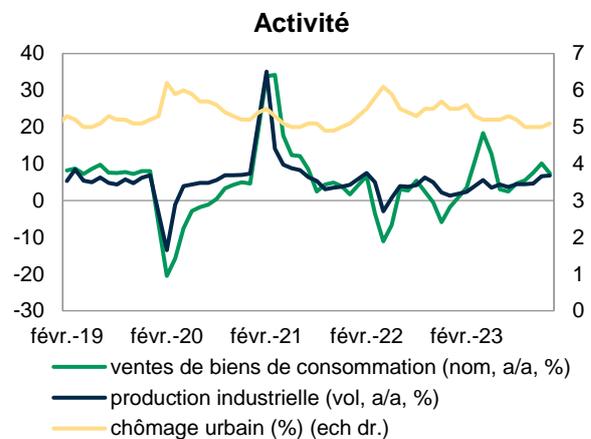
Pour la créativité, cela risque d'être plus compliqué. Les autorités chinoises semblent toujours enfermées dans des politiques économiques qui ont fait leurs preuves par le passé, mais ne sont plus adaptées aux enjeux actuels. Elles ne croient toujours pas à une relance par la consommation et, faute de pouvoir soutenir l'économie à travers le secteur immobilier comme dans le passé, elles privilégient maintenant l'industrie, en particulier l'automobile, la métallurgie et les équipements électriques.

Encouragées à soutenir les entreprises de ces secteurs, les banques publiques ont largement augmenté leur production de prêts, au risque de créer de nouvelles surcapacités, comme cela avait été le cas pour l'acier ou le ciment dans les années 2010.

C'est donc au prix d'un véritable changement de paradigme que pourra se faire le renouveau de l'économie chinoise. À Davos, le Premier ministre

Li Qiang a présenté l'image d'une Chine ouverte, « fermement décidée » à ouvrir son économie, à « faire tomber les restrictions dans le domaine industriel et à garantir un traitement égal aux entreprises étrangères » devant un parterre de décideurs économiques plutôt circonspects.

Navigant entre un discours d'ouverture et de reproches vis-à-vis des pays occidentaux, auxquels la Chine reproche une politique de contrôle des investissements et des exportations de plus en plus restrictive, en particulier dans le domaine des nouvelles technologies, Li Qiang n'a semble-t-il pas totalement convaincu son auditoire. Alors que les marchés sont toujours dans l'attente de nouvelles mesures de soutien d'ampleur à l'économie, les investisseurs s'inquiètent quant à eux de la place prise par la puissance publique dans l'économie, et de ses conséquences réglementaires.



**☑ Notre opinion** – L'année 2023 aura indéniablement marqué une rupture pour l'économie chinoise. Enfin libérée de la politique zéro-Covid, si destructrice en croissance et en emplois, la réouverture de l'économie aurait dû se traduire par une reprise forte de la consommation, si entravée par les mesures sanitaires. Au lieu de ça, l'effet d'euphorie est vite retombé, rattrapé par les faiblesses structurelles chinoises. Si l'atonie de la consommation peut être en partie attribuée au Covid et aux changements d'habitudes pris pendant cette période, les difficultés du marché immobilier traduisent un mal plus profond, depuis longtemps identifié comme un potentiel « rhinocéros gris » de l'économie chinoise. Vingt ans de développement immobilier sans encadrement et de cavalerie des promoteurs attirés par la promesse d'une hausse des prix infinie ont fini par mettre ce secteur, si intensif en croissance, à terre. Après plus d'un an d'annonces de mesures de soutien, jugées toujours trop timides, force est de constater que le marché immobilier ne donne toujours aucun signe de reprise et n'a pas encore atteint son point bas. Peut-être parce que la baisse des prix n'est pas encore assez forte pour relancer la machine, sûrement car l'assainissement de ce secteur prendra encore du temps.

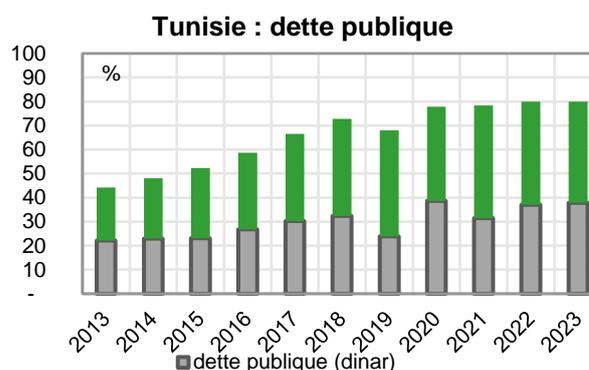
Dans ce contexte, il faudra déployer toute la puissance du dragon pour espérer sortir du cercle déflationniste dans lequel la Chine s'enferme, ainsi que toute sa créativité pour donner les bonnes cartes de politique publique à des autorités qui s'entêtent à reproduire les mêmes politiques, aujourd'hui inadaptées au contexte économique chinois. Alors que la Chine s'était distinguée par sa capacité à mettre en œuvre et planifier, ce qui avait assuré son succès économique et sa croissance des vingt dernières années, la perte d'efficacité sur ce plan est inquiétante, d'autant plus qu'elle se traduit par un redéploiement de la puissance publique dans l'économie, avec les décisions arbitraires que cette présence peut impliquer.

## Moyen-Orient et Afrique du Nord

### Tunisie : les entreprises d'État un peu moins déficitaires, la dette publique toujours très élevée

Le gouvernement tunisien vient de rendre partiellement public les résultats de 88 des 114 entreprises détenues par l'État. 40 entreprises sont bénéficiaires (celles des secteurs de la Chimie, Tabacs, Ports, Pharmacie et Telecom) pour un résultat net total de 170 millions €. Tandis que 48 sont déficitaires (dans les secteurs des Céréales, Aviation, Chemin de fer, Pétrole, et Commerce) pour un montant de 500 millions €. Au total, le déficit consolidé s'élève à 330 millions € mais pourrait être supérieur compte tenu des quinze entreprises qui n'ont pas encore publié leurs résultats dont sept établissements financiers et trois fonds. Ce montant représente 0,7% de la dette publique actuelle ; celui-ci peut paraître modéré mais il s'accumule depuis de nombreuses années et ne devrait pas s'améliorer au cours des difficiles années Covid en 2020 et 2021, pas encore publiées. Ce périmètre de consolidation ne comprend pas Tunisair, coté à la bourse de Tunis et détenu à 73% par l'État tunisien. Le transporteur aérien national n'a pas publié ses résultats depuis 2019 et accumule

des pertes depuis de nombreuses années. En 2019, ses fonds propres étaient négatifs de 220 millions €. Malgré certaines entreprises performantes, le secteur public tunisien n'est pas en bonne santé et ceci influe défavorablement sur le niveau de dette publique qui a beaucoup dérapé ces dernières années.



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

**Notre opinion** – En douze années, la dette publique est passée de 44% (2013) à 80% du PIB (estimé 2023). Plus de la moitié de cette dette publique (51%) est libellée en devises fortes (euro et dollar) ce qui la rend particulièrement vulnérable à toute dévaluation du dinar. Une dévaluation de 5% de la devise tunisienne entraîne mécaniquement une hausse de 2,1% du ratio de dette publique sur PIB. Or l'accumulation des déficits courants entre 2018 et 2023 s'élève à 45% du PIB alors que le dinar est resté relativement stable par rapport à l'euro, sa devise de référence ; ce qui fait craindre une forte surévaluation. De son côté, la loi de finances pour l'année 2024 prévoit un déficit budgétaire de 6,6% du PIB alors que les prévisions de croissance du PIB du gouvernement s'établissent à 2,1%. Il est donc probable que le ratio de la dette publique sur PIB dépasse 80% cette année.

Depuis un an (février 2023), la dette publique tunisienne suscite une forte défiance de la part des marchés financiers internationaux, en lien avec le niveau de rating très bas du souverain tunisien (Caa2 et CCC-) : la prime de risque (CDS à 5 ans) oscille entre 17% et 20% du nominal, indiquant un niveau très élevé de risque de défaut. Le prix du CDS 5 ans est actuellement à 1 877 points de base, soit 18,8%.

### Égypte : l'État envisagerait d'emprunter dans les monnaies des pays BRICS

Le gouvernement égyptien envisagerait d'emprunter sur les marchés obligataires dans les différentes monnaies des pays BRICS où la *New Development Bank* (NDB, la banque commune de développement des pays BRICS) intervient. Le Caire envisage ainsi en 2024 un emprunt obligataire de 500 millions USD en roupie indienne. L'objectif est de financer des projets de développement durable (énergie propre, transport, environnement).

Créée en 2015 et ayant son siège social au Brésil, la NDB se présente comme une banque multilatérale de développement, détenue pratiquement à

parité par les pays BRICS (Brésil, Russie, Inde, Chine et Afrique du Sud à 19% chacun). Sa taille de bilan est de 26 Mds USD et ses fonds propres de 11 Mds USD (2022). Elle prête presque exclusivement à ses propres membres actionnaires. L'établissement financier dispose d'un rating de très bon niveau de AA+ et AA (S&P et Fitch). Son rôle dans les emprunts obligataires envisagés par l'Égypte n'est pas bien déterminé à ce stade. À titre de comparaison, le total de bilan de la Banque mondiale est de 317 Mds USD et ses fonds propres de 55 Mds USD à fin 2022.

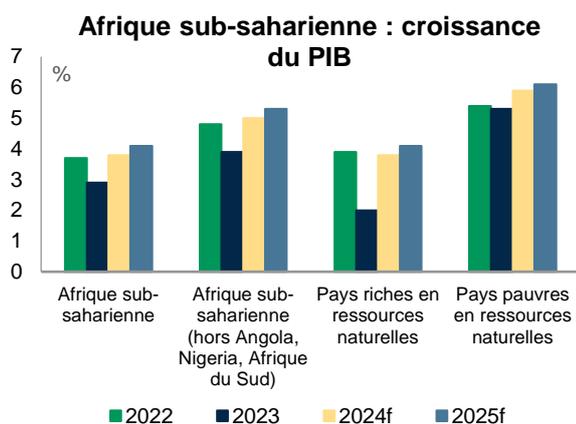
## Afrique sub-saharienne

### Afrique sub-saharienne : la Banque mondiale prévoit une reprise modeste de la croissance pour 2024

Selon le rapport « *Perspectives économiques mondiales* » de la Banque mondiale publié cette semaine, la croissance économique en Afrique subsaharienne devrait atteindre 3,8% en 2024, après le ralentissement connu en 2023 (2,9%), à mesure que les pressions inflationnistes s'estomperont et que les conditions financières s'assoupliront.

En effet, l'affaiblissement des pressions inflationnistes devrait permettre un assouplissement progressif des taux d'intérêt, participant à la relance de la consommation privée et de l'investissement au sein de la région.

Pour autant, la croissance des grandes économies d'Afrique subsaharienne, à savoir l'Afrique du Sud, le Nigéria et l'Angola, devrait rester inférieure à la croissance régionale, portée principalement par les pays les moins pourvus en ressources naturelles. En moyenne, le revenu par habitant en Afrique subsaharienne devrait tout juste augmenter de 1,2% en 2024.



Sources : Banque mondiale, Crédit Agricole S.A.

Pour autant, de nombreux risques pourraient peser négativement sur les perspectives de croissance des pays d'Afrique subsaharienne cette année. Parmi eux, une aggravation de l'instabilité politique et des tensions géopolitiques, comme l'intensification du conflit au Moyen-Orient, des perturbations du commerce mondial ou encore une augmentation de la fréquence et de l'intensité des chocs climatiques.

En effet, le **conflit au Moyen-Orient** pourrait « *aggraver l'insécurité alimentaire en Afrique subsaharienne* » signale la Banque mondiale. En cas de hausse durable des prix du pétrole, le conflit pourrait renchérir les coûts de production et de transport, perturber les chaînes d'approvisionnement et augmenter les prix des denrées alimentaires au sein de la région.

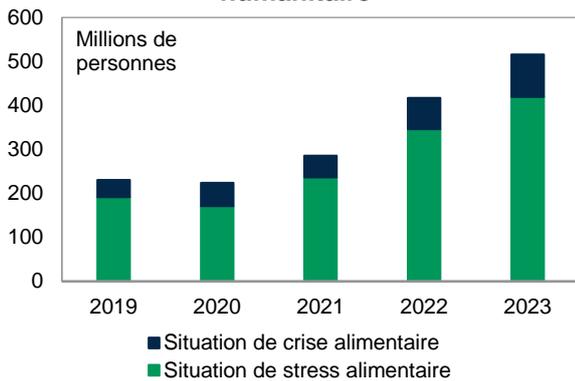
Dans le prolongement de cette réflexion, les perspectives économiques de la région cette année seront tributaires de l'évolution du **risque politique**. De nombreux pays, tels que la République démocratique du Congo (RDC), l'Éthiopie ou le Soudan, restent affectés par les conflits armés qui se sont déroulés sur leur sol en 2023. De même, les coups d'État – au Niger et au Gabon en 2023, au Burkina Faso en 2022 et au Tchad, en Guinée, au Mali en 2021 – ont entraîné un climat d'instabilité politique dans une grande partie de la région. Enfin, de nombreuses élections, cette année, seront décisives. En Afrique du Sud, le Congrès national africain (ANC), au pouvoir depuis l'avènement de la démocratie en 1994, pourrait perdre sa majorité. Au Mozambique, le Frelimo, parti au pouvoir, n'a pas encore choisi de candidat à la présidence tandis que le Sénégal et le Ghana auront, tous deux, un nouveau dirigeant cette année.

Autre sujet d'inquiétude : bien que les prix mondiaux de l'alimentation et de l'énergie aient reculé par rapport aux sommets atteints en 2022, des **perturbations du commerce** pourraient relancer l'inflation des prix à la consommation à la hausse, et en particulier des denrées alimentaires, dans l'ensemble de la région.

Ce constat pourrait également être le résultat de phénomènes météorologiques extrêmes, liés au **changement climatique** comme on a pu le constater dans la Corne de l'Afrique l'année précédente. L'agriculture de subsistance étant la principale source de revenus et d'emplois des ménages les plus pauvres d'Afrique subsaharienne, une augmentation de la fréquence et de la gravité des sécheresses, des inondations et des cyclones tropicaux pourrait aggraver la pauvreté dans l'ensemble de la région.

À cet égard, une grave crise humanitaire sévit en Afrique subsaharienne. En effet, sur les 20 pays où l'ONG *International Rescue Committee* (IRC) redoute une dégradation de la situation humanitaire en 2024, plus de la moitié d'entre eux sont des pays d'Afrique-sub-saharienne (Mali, Niger, Burkina Faso, Mozambique, Nigéria, République centrafricaine, RDC, Soudan, Soudan du Sud, Éthiopie, Somalie).

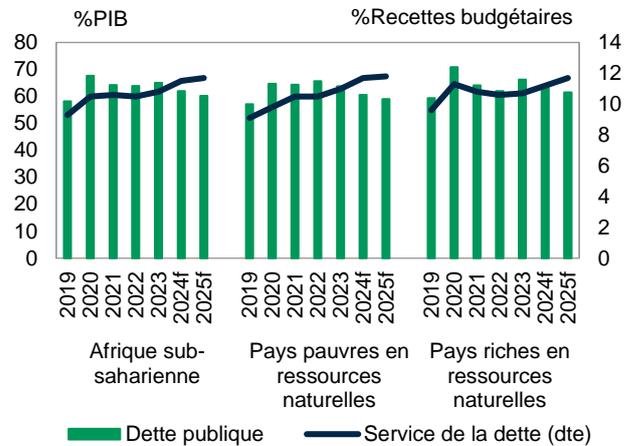
### Afrique sub-saharienne : crise humanitaire



Sources : Banque mondiale, Crédit Agricole S.A.

comptes courants dans de nombreuses économies de la région nécessiteront un suivi attentif en 2024.

### Afrique sub-saharienne : dette publique et service de la dette



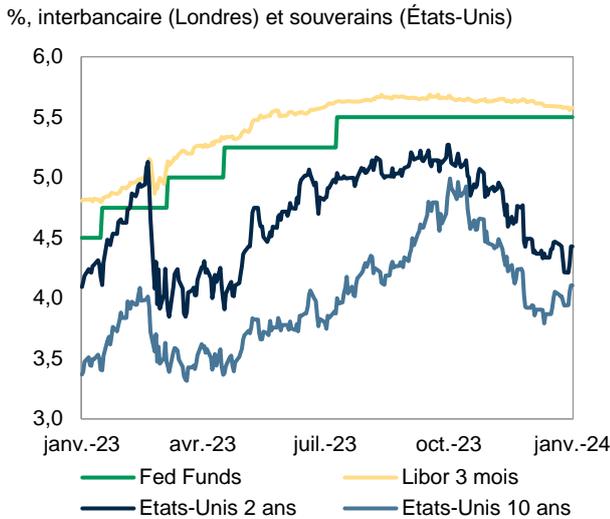
Sources : FMI, Crédit Agricole S.A.

Enfin, les **besoins de financement extérieur** dans la région ont augmenté depuis le début de la pandémie, reflétant en partie la hausse des factures d'importation et des coûts du service de la dette. Par conséquent, les niveaux élevés de déficits des

**Notre opinion** – En 2023, l'Afrique sub-saharienne a été confrontée à de graves défis économiques qui ont ébranlé le développement du continent. Les fluctuations des prix mondiaux des matières premières, les chocs climatiques, le ralentissement de l'économie mondiale, l'instabilité politique ou encore la crise de la dette ont rendu de nombreux pays vulnérables aux chocs extérieurs. Pour ces raisons, les prévisions de la Banque mondiale pourraient faire l'objet de révisions selon l'évolution des risques nationaux mais aussi de la conjoncture mondiale. Alors que le monde est à mi-parcours de ce qui devait être une décennie décisive pour le développement, l'économie mondiale devrait enregistrer, en 2024, la plus faible croissance du PIB sur une demi-décennie depuis 30 ans. Ainsi, au-delà des enjeux propres aux pays d'Afrique sub-saharienne, les perspectives économiques de la région dépendront également des niveaux de resserrement monétaire, de ralentissement du commerce et de tensions géopolitiques à l'international.

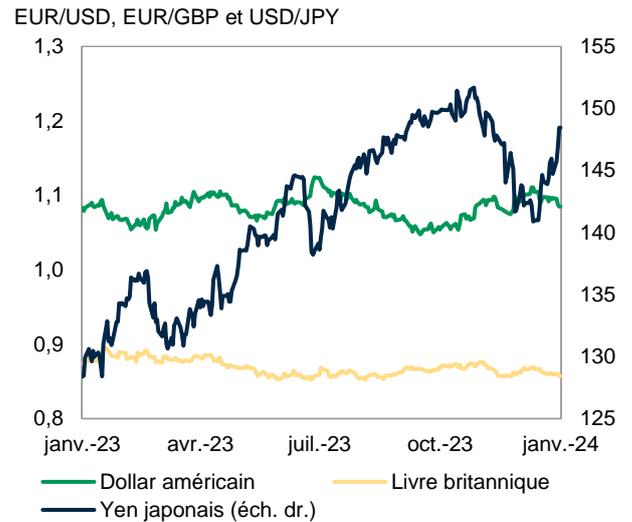
## Tendances à suivre

### Taux d'intérêt en dollar américain



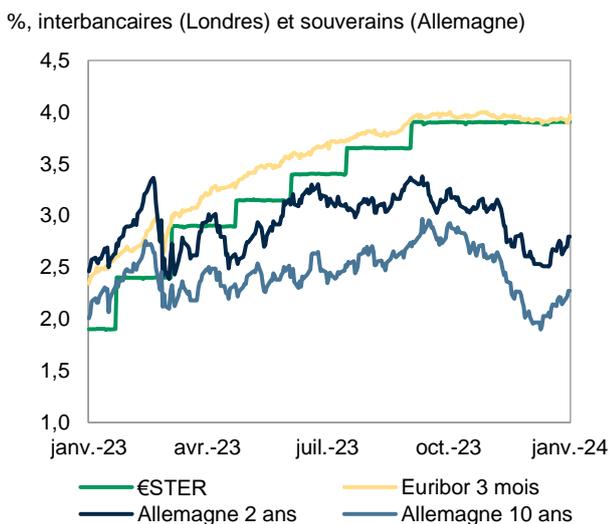
Source : Thomson Reuters

### Taux de change des principales devises



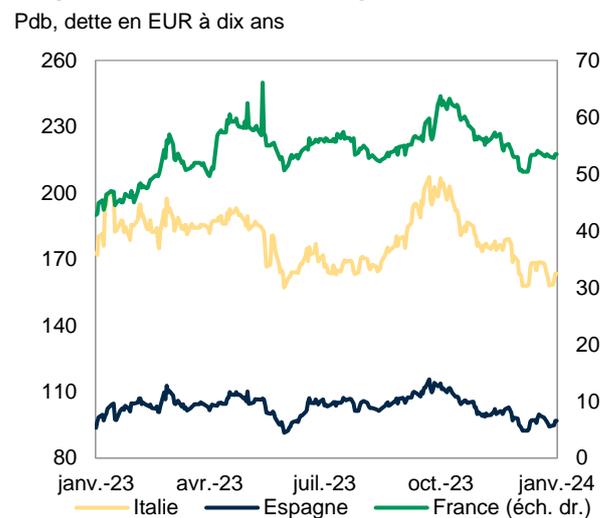
Source : Thomson Reuters

### Taux d'intérêt en euro



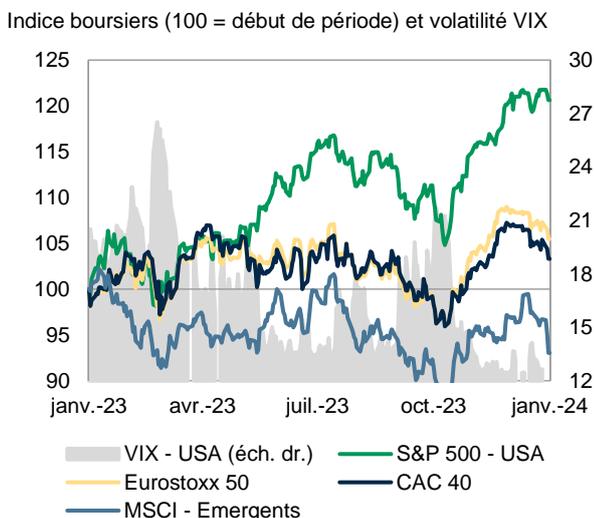
Source : Thomson Reuters

### Spreads souverains européens avec le Bund



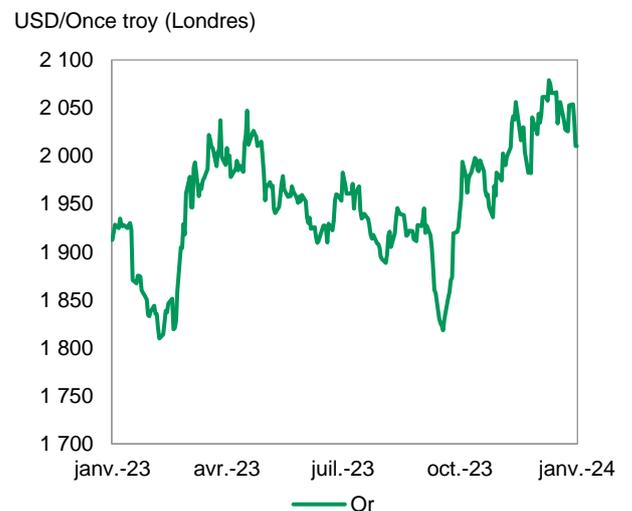
Source : Thomson Reuters

### Marché actions



Source : Thomson Reuters

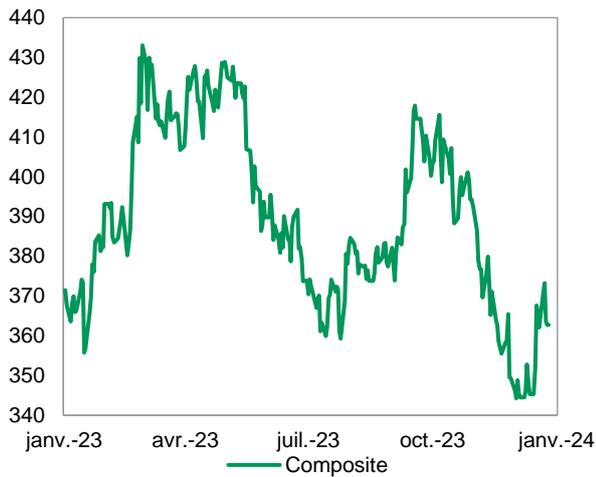
### Cours de l'once d'or



Source : Thomson Reuters

### Spreads souverains émergents avec le T-Bond

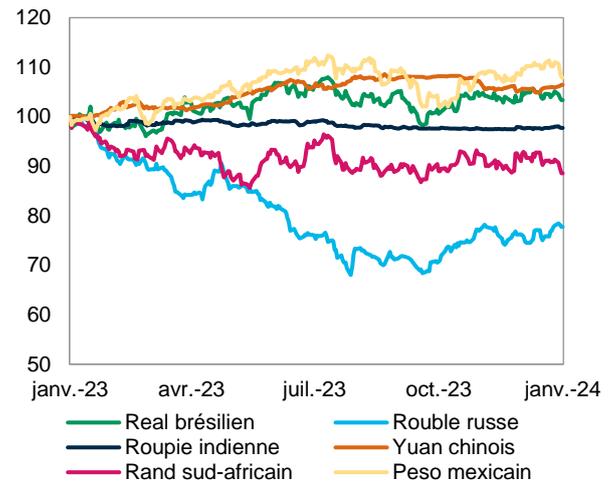
Indices EMBI+ (pdb, dette en USD de plus d'un an)



Source : JP Morgan

### Devises émergentes

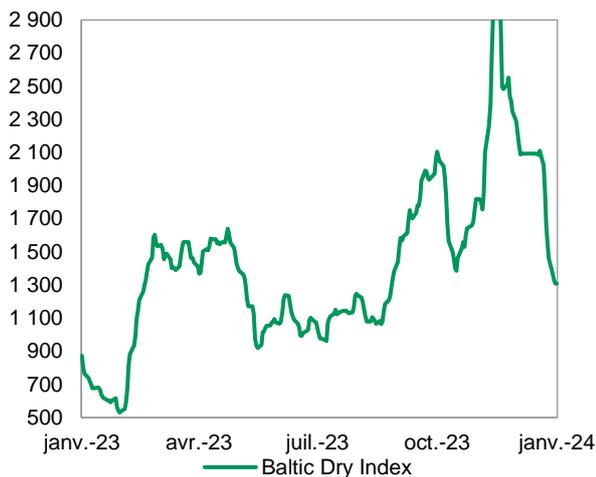
/USD (indice 100 = début de période)



Source : Thomson Reuters

### Coût du transport maritime de vrac sec

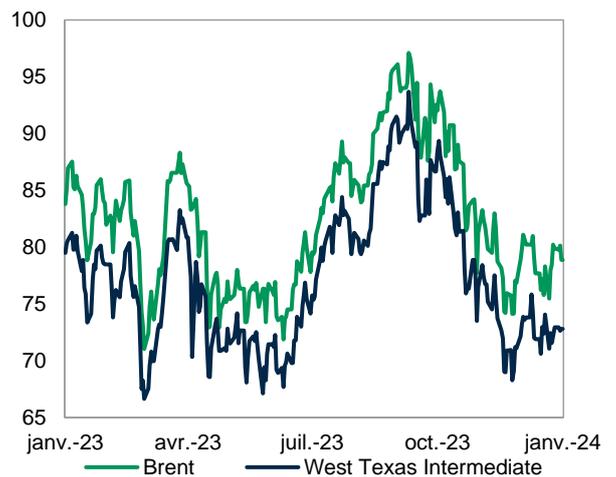
Baltic Dry Index (USD/point)



Source : Baltic Exchange

### Cours du baril de pétrole brut en USD

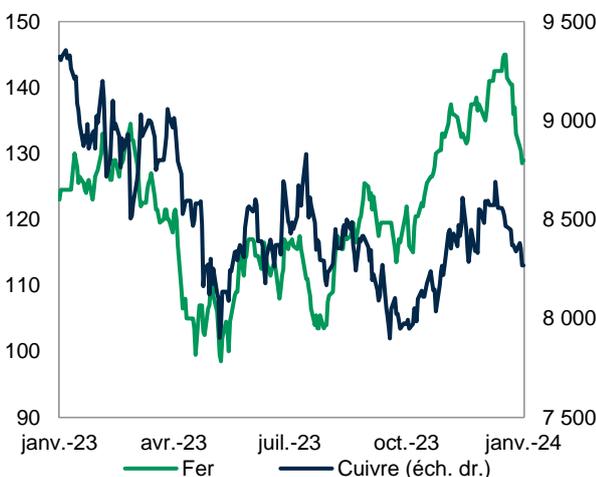
Brent (mer du Nord) et WTI (golfe du Mexique)



Source : Thomson Reuters

### Cours des métaux

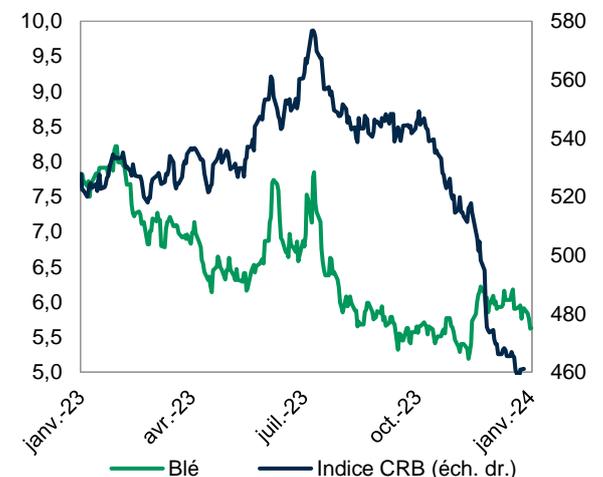
USD/tonne métrique



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 2024-2025 – Décembre 2023

*Fluctuat nec mergitur*

Date	Titre	Thème
18/01/2024	<u>Le Critical Raw Materials Act : quand l'Europe des métaux forge son désir d'indépendance</u>	Mines & métaux
17/01/2024	<u>Italie – Scénario 2024-2025 : normalisation et turbulences</u>	Italie
17/01/2024	<u>Pologne – Une cohabitation très laborieuse</u>	PECO
16/01/2024	<u>France – Scénario 2024-2025 : l'économie redémarre grâce à la dissipation des chocs</u>	France
16/01/2024	<u>Royaume-Uni – Scénario 2024-2025 : une reprise fragile plus tard cette année</u>	Royaume-Uni
15/01/2024	<u>France – Nette hausse des défaillances d'entreprises en 2023, faut-il s'inquiéter ?</u>	France
12/01/2024	<u>Monde – L'actualité de la semaine</u>	Monde
10/01/2024	<u>Vidéo – Point économique de l'année 2023 et perspectives 2024 avec Isabelle Job-Bazille</u>	Monde

### 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, 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](mailto:publication.eco@credit-agricole-sa.fr)

Consultez les Études Économiques et abonnez-vous gratuitement à nos publications sur :

**Internet :** <https://etudes-economiques.credit-agricole.com/>

**Application Etudes ECO** disponible sur l'[App store](#) & sur [Google Play](#)

*Cette publication reflète l'opinion de Crédit Agricole S.A. à la date de sa publication, sauf mention contraire (contributeurs extérieurs). Cette opinion est susceptible d'être modifiée à tout moment sans notification. Elle est réalisée à titre purement informatif. Ni l'information contenue, ni les analyses qui y sont exprimées ne constituent en aucune façon une offre de vente ou une sollicitation commerciale et ne sauraient engager la responsabilité du Crédit Agricole S.A. ou de l'une de ses filiales ou d'une Caisse Régionale. Crédit Agricole S.A. ne garantit ni l'exactitude, ni l'exhaustivité de ces opinions comme des sources d'informations à partir desquelles elles ont été obtenues, bien que ces sources d'informations soient réputées fiables. Ni Crédit Agricole S.A., ni une de ses filiales ou une Caisse Régionale, ne sauraient donc engager sa responsabilité au titre de la divulgation ou de l'utilisation des informations contenues dans cette publication.*