

Perspectives

Hebdomadaire – N°24/033 – 2 février 2024

MONDE – L'actualité de la semaine

☞ <i>Prendre le temps d'évaluer toutes les options avant d'agir !</i>	2
☞ <i>France : au-delà du discours politique, les dessous de la smicardisation</i>	3
☞ <i>Zone euro : reprise de l'activité et vitesse de désinflation, le verre à moitié vide</i>	5
☞ <i>Italie : début d'année sans surprise</i>	6
☞ <i>Allemagne : l'inflation continue de ralentir grâce à la baisse des prix de l'énergie</i>	7
☞ <i>La BoE examine la question du calendrier de l'assouplissement à venir, mais ne semble pas aussi pressée que les marchés</i>	8
☞ <i>Arabie saoudite : une récession de 2% en 2023 et un rebond incertain en 2024</i>	11
☞ <i>Afrique sub-saharienne : un espace au cœur des stratégies des grandes puissances</i>	12

👉 Prendre le temps d'évaluer toutes les options avant d'agir !

Les marchés financiers attendaient avec impatience la réunion de politique monétaire de la Fed ainsi que la première estimation de l'inflation européenne de janvier afin d'y déceler un quelconque indice sur le calendrier de la première baisse des taux directeurs. Ils ont fini par comprendre que la baisse espérée n'était pas encore à l'ordre du jour et qu'il fallait être patient. En parallèle, les marchés actions ont été nourris par les résultats trimestriels très favorables des valeurs technologiques américaines, alimentant une tendance optimiste et portant les indices de record en record. Sur la scène internationale, les regains de tensions au Moyen-Orient font craindre une nouvelle escalade dans le conflit après l'attaque surprise d'une milice iranienne contre une base militaire américaine qui s'est soldée par la mort de trois militaires et plusieurs dizaines de blessés. Une situation délicate, appelant une réponse graduée de l'administration Biden, tandis que des attaques de navires marchands en mer Rouge se poursuivent depuis plusieurs mois, obligeant une partie du trafic maritime à se dérouter.

Aux États-Unis, le rapport sur les offres d'emploi disponibles et la rotation de la main-d'œuvre a confirmé la résistance du marché du travail avec 9 millions d'offres actives et un taux de démission toujours inférieur à son niveau pré-pandémie. Toutefois, d'autres indicateurs soulignent un ralentissement, certes lent mais tangible, de l'emploi. La progression trimestrielle de l'indice du coût du travail a fléchi à +0,9% au quatrième trimestre, après +1,1% au T3, suggérant une relative normalisation des salaires. Par ailleurs, les demandes d'inscriptions hebdomadaires au chômage ont légèrement augmenté pour atteindre 224 000 personnes, contre 214 000 précédemment.

Mais c'est évidemment sur la politique monétaire américaine que s'est concentrée l'attention. Sans surprise, la Fed a décidé de maintenir son taux directeur dans une fourchette inchangée, allant de 5,25% à 5,50%, pour la quatrième fois depuis le mois de juillet. Elle a néanmoins abandonné la référence à d'éventuelles nouvelles hausses de taux d'intérêt, ce qui constitue en soi un changement remarqué. Le président de la Fed n'a pas précisé le calendrier du futur desserrement monétaire, arguant qu'il fallait acquérir davantage de certitude dans le fait que l'inflation se rapproche durablement de 2%. Il a toutefois confirmé, lors de sa conférence de presse, qu'il ne pensait pas que le comité puisse atteindre un niveau de certitude suffisant d'ici la prochaine réunion prévue en mars. Une prise de position qui éloigne donc toute baisse de taux d'ici là. Les investisseurs ont aussitôt différé leur anticipation d'assouplissement monétaire à la réunion suivante qui devrait se dérouler le 1^{er} mai prochain.

En zone euro, la croissance du PIB s'est révélée nulle au quatrième trimestre 2023. L'activité a stagné en France pour le deuxième trimestre consécutif, elle a faiblement progressé en Italie (+0,2% en variation trimestrielle) et plus fortement en Espagne (+0,6%), tandis qu'elle a reculé en Allemagne (-0,3%). Par ailleurs, l'inflation dans la zone n'a que faiblement diminué en janvier à 2,8%, contre 2,9% le mois précédent, alors que l'inflation sous-jacente a atteint 3,2%, après 3,3%. Ce recul timide, et en-deçà des attentes, s'explique par la combinaison de plusieurs facteurs (retrait des mesures de soutien à l'énergie et changement annuel des pondérations du panier de consommation). Ce chiffre d'inflation « brouillé » par des effets transitoires devrait inviter les investisseurs à ne pas trop compter sur une réduction imminente des taux directeurs de la BCE.

En Asie, l'activité manufacturière chinoise s'est contractée pour le quatrième mois consécutif en janvier selon l'enquête PMI (indice à 49,2 points, contre 49 points en décembre), suggérant une croissance balbutiante en ce début d'année. La Chine continue de faire face à une pression déflationniste persistante, une demande extérieure faible et l'effondrement du secteur immobilier – avec cette semaine l'annonce de la mise en liquidation du promoteur emblématique Evergrande. Pour stimuler la croissance, le gouverneur de la banque centrale chinoise a annoncé en hâte la semaine dernière une réduction du ratio de réserves obligatoires des banques et a laissé entendre qu'une baisse des taux au premier semestre restait envisageable. De surcroît, de nouvelles mesures de soutien au secteur immobilier ont été mises en place dans le cadre d'un mécanisme dit de « liste blanche » autorisant le financement de nouveaux projets immobiliers par les gouvernements municipaux dans un cadre strict et déterminé.

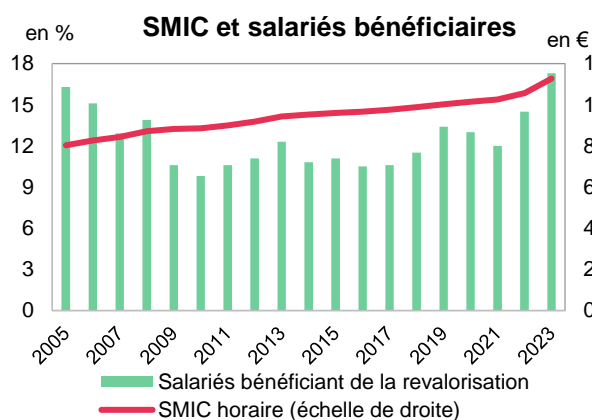
Dans ce contexte d'incertitude pourtant élevée mais porté par les bons résultats des valeurs technologiques, l'appétit pour le risque des marchés actions ne s'est pas démenti. L'Indice S&P500 a atteint un nouveau pic en début de semaine, entraînant dans son sillage les grands indices boursiers européens avant d'enregistrer un retour au calme après le communiqué du *FOMC*. Les rendements d'obligations souveraines ont reculé sur les maturités longues aux États-Unis (-25 points de base) et en Allemagne (-13 points), tandis que les primes de risque française, italienne et espagnole vis-à-vis du *Bund* allemand, n'ont que faiblement augmenté. La devise européenne s'apprécie très modestement face au dollar. Enfin, le prix du baril de pétrole en mer du Nord s'est tassé sous l'effet d'anticipations d'une demande de brut en berne.

Zone euro

France : au-delà du discours politique, les dessous de la smicardisation

Alors que le nouveau Premier ministre a fait état de sa volonté de « désmicardiser la France » dans son discours de politique générale, qu'en est-il réellement de la situation du pays ? Les Français sont-ils largement smicards ? Quelle réalité derrière ce message ? Tout d'abord, force est de constater que la proportion de salariés rémunérés au SMIC a augmenté ces dernières années en France, sous l'effet de différentes causes. Le salaire minimum y apparaît toutefois relativement élevé en proportion du salaire médian. En outre, l'inflation a été forte sur la période récente, avec une inflation ressentie probablement encore plus importante. De ce fait, malgré l'accélération des salaires nominaux depuis 2022, le pouvoir d'achat des salaires a diminué en moyenne par rapport à la période pré-pandémique, et sans doute davantage en termes ressentis.

D'après la [Dares](#), la proportion de salariés bénéficiant des hausses du SMIC au 1^{er} janvier a atteint plus de 17% en 2023 (soit 3,1 millions de personnes), contre 12% en 2021, et moins de 10% en 2010. Cette proportion avait cependant aussi été élevée par le passé (plus de 16% en 2005). Elle se révèle par ailleurs plus faible pour les seuls salariés à temps complet (environ 12% au 1^{er} janvier 2023).



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

Les causes de la hausse récente de la part des salariés rémunérés au SMIC sont multiples. Le mécanisme d'indexation automatique du SMIC sur l'inflation et le processus de négociations salariales en France en est la première. Les salaires n'y sont plus indexés sur l'inflation, à l'exception du SMIC, revalorisé automatiquement chaque année selon une formule prenant en compte l'inflation hors tabac des ménages du premier quintile de la distribution des niveaux de vie, et en cours d'année si celle-ci excède 2% par rapport à la dernière revalorisation. À la suite d'une revalorisation (elles ont été nombreuses sur la période récente, compte tenu du niveau élevé de l'inflation), le SMIC

rattrape, voire dépasse, certains salaires *minima* de branches professionnelles. Ce processus a donc pour conséquence immédiate une hausse du nombre de salariés rémunérés au niveau du SMIC. À moyen terme, la revalorisation du SMIC devrait toutefois entraîner dans son sillage une hausse plus généralisée des salaires du bas de la distribution, avec une hausse des *minima* conventionnels de branche au terme de négociations salariales entre partenaires sociaux¹. Le résultat n'est toutefois pas garanti, car rien n'oblige les partenaires sociaux à établir les nouveaux salaires *minima* nettement au-dessus du SMIC. Le *timing* n'est lui non plus pas assuré : si les *minima* se retrouvant sous le SMIC doivent être relevés pour être « conformes », le processus de négociation salariale peut prendre un certain temps avant d'aboutir. Les revalorisations récentes du SMIC se sont ainsi traduites à court terme par un tassement vers le bas de la distribution des salaires.

D'autres facteurs ont également pu contribuer à un tassement de la distribution des salaires au niveau du SMIC. Comme nous l'avons déjà souligné dans [une précédente note](#), les créations d'emplois sur la période récente se sont traduites par une nette hausse du taux d'emploi en France, reflétant l'intégration dans l'emploi de personnes qui étaient ou auraient été auparavant éloignées de l'emploi (inactivité ou chômage). Une des conséquences directes est la baisse de la productivité moyenne, mais aussi celle du salaire moyen, ces personnes étant dans des emplois moins productifs que la moyenne, du fait de leur qualification ou de leur secteur d'appartenance. Ce passage au statut « en emploi » n'est pour autant pas dommageable pour ces individus, ni plus globalement pour le pays. Par ailleurs, les dispositifs d'exonération de cotisations sociales mis en place sur les bas salaires ont aussi pu faire stagner certains salaires au voisinage du SMIC. Ces dispositifs qui existent depuis les années 1990 en France ont vu leur forme évoluer au cours du temps, mais ils offrent globalement un allègement maximal de cotisations patronales au niveau du SMIC, qui décroît avec le salaire pour finalement s'annuler à un certain niveau. Ils seraient bénéfiques pour l'emploi des personnes non qualifiées, ce qui est validé à la fois théoriquement et empiriquement. Cet effet positif sur l'emploi a toutefois un revers : ces mesures désincitent les employeurs à augmenter les salaires de leurs salariés proches du SMIC, puisque cette hausse se traduirait par une augmentation encore plus forte du coût du travail, du fait de la perte d'allègements de cotisations sociales. Cet effet existerait empiriquement mais serait faible. Les recommandations sont généralement d'établir le point de sortie du dispositif à 1,6 SMIC ([Conseil](#)

¹ Voir notamment « [Les négociations de salaire dans le contexte de la hausse de l'inflation](#) », Bulletin de la Banque de France n°245/6 (mars-avril 2023).

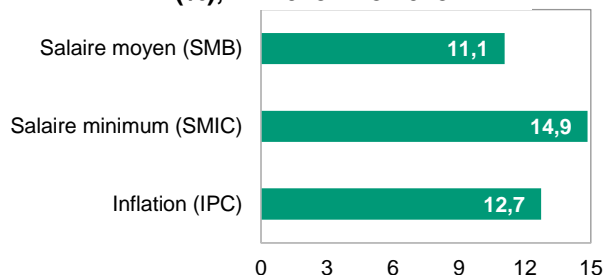
d'analyse économique), ce qui n'est pas pleinement le cas du dispositif actuel, dont certains allègements portent jusqu'à 2,5 voire 3,5 SMIC, ce qui a toutefois l'avantage de limiter les effets de seuil à proximité immédiate du SMIC.

Si la hausse du nombre de salariés rémunérés au SMIC n'est a priori pas une bonne nouvelle, elle peut refléter comme on l'a vu des emplois plus inclusifs. En outre, la France a un salaire minimum (le SMIC) relativement élevé en proportion du salaire médian, par rapport aux pays proches et comparables. D'après [Fipeco](#), le salaire minimum représente ainsi 61% du salaire médian en France en 2022, contre 53% en Allemagne, 50% en Espagne et 41% en Belgique (l'Italie n'a pas de salaire minimum national). Les salariés au salaire minimum auraient donc un revenu relativement correct en France.

Entre janvier 2020 et janvier 2024², soit sur quatre ans, l'inflation cumulée en France s'élève à près de 15% au sens de l'indice des prix à la consommation (Insee). Si la France n'est pas le pays européen qui a connu la plus forte inflation³, cette inflation cumulée reste très importante, notamment au regard de l'inflation de la décennie 2010 (environ 12% en dix ans). L'inflation ressentie, qui peut s'éloigner de l'inflation mesurée par l'Insee, a sans doute été encore plus forte. En effet, les ménages sont davantage marqués par les hausses de prix, et lorsque les prix qui augmentent le plus fortement sont ceux des produits du quotidien, à fréquence d'achat élevée, l'inflation ressentie tend à être plus importante⁴. Sur la période récente, l'inflation a justement été supérieure à l'inflation moyenne pour l'alimentation (+25,3% entre janvier 2020 et janvier 2024), et dans une moindre mesure pour les carburants (+18% pour le gazole entre janvier 2020 et décembre 2023, dernières données disponibles).

Les salaires nominaux ont pour leur part fortement accéléré à partir de 2022, mais avec retard sur les prix. Le salaire mensuel de base (SMB), qui correspond au salaire brut hors primes et rémunérations des heures supplémentaires, a augmenté de plus de 11% entre le quatrième trimestre 2019 et le troisième trimestre 2023 (Dares, dernières données disponibles). Malgré cette hausse substantielle, le pouvoir d'achat des salaires a été rogné du fait de la forte inflation, avec une baisse de l'ordre de 1,5% pour le SMB sur la période. Cette baisse en termes réels n'est toutefois pas uniforme le long de la distribution des salaires, avec une légère hausse sur la période pour le SMIC (2%), tandis qu'en moyenne les salaires plus élevés ont perdu en pouvoir d'achat⁵. À noter toutefois que le SMB exclut des éléments de rémunération qui ont pu par ailleurs soutenir le pouvoir d'achat des revenus des salariés, comme la rémunération des heures supplémentaires ou les primes. La prime exceptionnelle de pouvoir d'achat (Pepa) jusqu'en 2022 et celle de partage de la valeur (PPV) ensuite y auraient en particulier contribué sur la période.

Évolution des salaires et des prix (%), T4 2019 - T3 2023



Données de fin de trimestre
Sources : Dares, Insee, calculs Crédit Agricole S.A./ECO

☑ Notre opinion – *Au-delà de la dimension humaine et sociale de la protection des plus vulnérables, la préservation du pouvoir d'achat des salariés au niveau du SMIC sur la période récente a été bénéfique. Ce sont en effet les ménages à faibles revenus qui ont le plus durement subi l'inflation, avec une part de l'énergie et de l'alimentation plus élevée dans leur consommation. Ces ménages sont aussi ceux qui consomment le plus en proportion de leur revenu.*

Les salaires moyens devraient voir leur pouvoir d'achat décoller dans les prochains trimestres, alors que leur hausse reste importante et que l'inflation fléchit sensiblement. L'inflation au sens de l'IPC a ainsi diminué à +3,1% en glissement annuel en janvier 2024 d'après l'estimation provisoire de l'Insee, soit une nette baisse par rapport à décembre où elle s'élevait à +3,7%.

L'idée derrière le discours politique n'est pas seulement celle de rendre du pouvoir d'achat aux Français, mais bien aussi de redonner de la valeur au travail, en valorisant le mérite et les efforts fournis par ceux qui travaillent. Il est vrai que la mobilité intergénérationnelle des revenus est relativement faible en France, si on en croit les travaux récents de [l'Institut des politiques publiques](#). Cela s'expliquerait notamment par des inégalités d'accès à l'enseignement supérieur d'après les auteurs, ce qui pourrait être une piste de travail pour le gouvernement.

² Basé sur l'estimation provisoire de l'Insee pour janvier 2024.

³ Voir notre article récent sur l'inflation « [France – Une inflation toujours élevée en 2023, des chiffres annuels à relativiser](#) ».

⁴ Voir « [L'inflation perçue](#) », Économie et Statistique n°447, Insee (2011).

⁵ Voir notamment « [Les salaires dans le secteur privé en 2022. Une nette baisse du pouvoir d'achat, hormis au niveau du SMIC](#) », Insee première n° 1971 (Novembre 2023).

Zone euro : reprise de l'activité et vitesse de désinflation, le verre à moitié vide

Ceux qui cherchaient dans les chiffres parus cette semaine une confirmation d'une reprise de l'activité et d'une accélération du processus désinflationniste dans la zone euro auront été déçus.

La croissance du PIB au quatrième trimestre 2023 n'a fait que prolonger la stagnation du T3 2023 (0% sur le trimestre) et le taux d'inflation de janvier, bien qu'en baisse après le rebond de décembre (à 2,8% après 2,9%), est plus élevé que nous ne l'avions prévu (2,7%). Les enquêtes menées au mois de janvier par la Commission européenne et par S&P Global pointent toutes une activité encore bien inférieure à son niveau de long terme et en contraction. Même si du mieux se dessine dans le secteur manufacturier grâce à une demande mondiale tirée par la consommation américaine en biens, la zone euro n'en profite que très marginalement et demeure un maillon faible de la croissance globale.

De plus, c'est sur une reprise de la demande intérieure et notamment des dépenses des ménages de la zone euro qu'on comptait pour soutenir notre scénario de modeste rebond à partir du premier trimestre 2024. Mais cette hausse de la consommation privée, qui s'était pourtant amorcée au T3 2023 dans les grandes économies de la zone, ne semble pas au rendez-vous. Bien que la première estimation du PIB ne nous permette pas de définitivement invalider cette hypothèse, car dans la plupart des pays nous ne disposons pas des composantes du PIB, la contribution de la demande intérieure est annoncée négative en France et en Italie. En France, ce sont à la fois les dépenses de consommation privée et d'investissement qui se replient. En Allemagne, on signale un recul de l'investissement dans ses composantes productives et de la construction. Seule l'Espagne affiche une croissance positive de la consommation privée et de l'investissement. Des réductions des stocks semblent avoir contribué encore à la faiblesse du PIB de la zone. La hiérarchie d'un sud plus dynamique que le centre n'est pas remise en question, le PIB ayant baissé de 0,3% sur le trimestre en Allemagne, ayant stagné en France et ayant augmenté de 0,2% en Italie et de 0,6% en Espagne.

Avec un acquis de croissance nul en fin d'année 2023, la croissance de la zone en 2024 devra compter sur une véritable accélération pour réaliser notre prévision de croissance du PIB au rythme de 0,7%.

Ce scénario compte sur la poursuite du processus désinflationniste qui alimente des gains de pouvoir d'achat ainsi que la confiance des ménages, réduisant les comportements de précaution dans l'épargne.

Ce processus est bien en cours. L'inflation de janvier s'inscrit en baisse (2,8%, après 2,9%) après le

rebond de décembre, mais ce repli est inférieur aux anticipations des observateurs et à nos propres prévisions. Il semble néanmoins inférieur aux prévisions de la BCE qui table sur une inflation à 2,9% en moyenne au T1 2024. Le ralentissement de la baisse des prix de l'énergie (-6,3%, après -6,7%) et l'inertie de l'inflation des services (à 4%) expliquent cette surprise négative de l'inflation de janvier. Le ralentissement se poursuit décidément plus pour les prix des biens industriels (2%, après 2,5%) et alimentaires (5,7%, après 6,1%), même si pour ces derniers l'inflation demeure élevée. L'inflation sous-jacente, hors composantes volatiles, s'inscrit toujours en baisse (3,3%, après 3,4%).

L'effet surprise est pourtant à relativiser car on attendait bien une plus forte inertie de l'inflation en début d'année du fait du retrait de plusieurs mesures qui avaient limité la hausse des prix de l'énergie et de certains biens en 2023. La temporalité de ces mesures et de leur retrait est diversifiée entre pays et justifie l'hétérogénéité des dynamiques d'inflation en janvier dans la zone : baisse en Allemagne (3,1%, après 3,8%) et France (3,4%, après 4,1%) hausse en Espagne (3,5%, après 3,3%) et en Italie (0,9%, après 0,5%).

La surprise positive en provenance des enquêtes d'activité de janvier est aussi à relativiser, bien qu'elle ait le mérite d'exister. L'indice PMI dans le secteur manufacturier affiche sa troisième remontée et atteint son plus haut niveau depuis dix mois (à 46,6 points, après 44,4). Bien qu'il signale toujours une contraction de l'activité, le rythme de celle-ci s'amenuise. C'est aussi vrai pour les commandes, la production et la demande d'exportation. Les perspectives d'activité, en revanche, s'améliorent plus franchement. Les stocks de produits finis sont signalés en baisse ainsi que ceux des intrants, mais ces derniers tout comme pour les arriérés de production, à un moindre rythme. En revanche, les délais de livraison s'allongent, sous l'effet de la dislocation du commerce maritime en mer Rouge, mais cela n'a pas d'impact sur les prix, puisque la contraction des prix des intrants et des prix de vente est signalée en accélération.

Le climat des affaires des enquêtes de la Commission européenne s'est stabilisé en janvier dans tous les secteurs à l'exception de la construction où il s'est dégradé, mais il demeure en-dessous de la moyenne de long terme. Dans l'industrie c'est la demande étrangère qui s'améliore, tandis que commandes domestiques et perspectives de production s'assombrissent. Néanmoins, le niveau des stocks est considéré de plus en plus bas par les entreprises et ne devrait pas induire un nouveau déstockage, même si le taux d'utilisation des capacités se réduit. Au près des consommateurs la situation ne semble pas s'améliorer à la fois en ce qui concerne leur situation financière et leur perception de la situation économique générale.

Leurs intentions d'achats sont orientées à la baisse. Les consommateurs ont bien acté la baisse de l'inflation, mais anticipent des prix en hausse, tandis que les prix de vente sont attendus en repli dans la construction et inférieurs à leur moyenne de long

terme dans l'industrie. Dans le commerce de détail les entreprises prévoient une stabilité des prix, tandis qu'ils seraient en hausse pour les entreprises des services.

✓ Notre opinion – *Alors que l'activité mondiale s'est redressée en janvier pour la première fois depuis mai 2023, selon l'indice PMI global, elle demeure stagnante dans la zone euro, freinée par la contraction de l'industrie. Le dernier trimestre 2023 n'a pas permis conforter un redressement prochain du PIB tiré par les gains de pouvoir d'achat. Mais avec un marché de l'emploi encore solide (un taux de chômage stable à 6,4% en décembre) et une inflation plutôt inerte, les arguments pour une baisse précoce des taux d'intérêt ne sont pas réunis. La transmission de la politique monétaire se poursuit avec une baisse de la demande de crédit, qui au T4 2023 se modère et une remontée qui est attendue au T1 2024. Mais la tolérance au risque du secteur bancaire continue de se dégrader, avec un resserrement des standards de crédit. Les perspectives d'un redressement de l'activité dès le T1 2024 semblent donc affaiblies, faisant peser un risque baissier sur notre prévision de croissance de 0,2% sur le trimestre.*

Italie : début d'année sans surprise

L'activité a affiché des résultats contrastés au quatrième trimestre. La croissance du PIB a certes été positive avec une hausse de 0,2%, mais elle masque cependant une contribution négative de la demande domestique. Du côté de l'offre, malgré des indicateurs de production industrielle en berne, la valeur ajoutée du secteur semble avoir augmenté au cours du trimestre, de même que celle des services. Avec cette croissance positive, le PIB a crû de 0,7% sur l'année et laisse un acquis de croissance de 0,1% à 2024.

Le marché du travail est quant à lui toujours en phase expansionniste avec une croissance de l'emploi de 0,1%, tirée par les embauches des contrats courts et les indépendants. Le taux de chômage atteint un nouveau record en perdant 0,2 point et s'établit à 7,2%, tandis que le taux d'emploi passe à 61,9%.

Du côté des salaires, les rémunérations contractuelles ont crû en décembre de 5,1% sur un mois et de 7,9% sur un an, tirées par les salaires de l'industrie et des administrations publiques (+22% sur an). Sur l'ensemble de l'année, la hausse des salaires, principalement portée par les revaloris-

sations dans le secteur public, est restée tout de même modérée à 3,1%.

Pour ce qui est de janvier, les premiers indicateurs montrent globalement une poursuite de la modération des prix. En effet, malgré la légère accélération de l'inflation en janvier (de 0,6% sur un an à 0,8%), l'inflation sous-jacente continue de décélérer (+3,1% en janvier), tirée par un net ralentissement des prix des biens durables et des services de logements. Le soubresaut enregistré en janvier s'explique quant à lui par la hausse des prix des services de transport et des produits alimentaires transformés. Parallèlement, la baisse des prix de l'énergie se poursuit, bien qu'une grande partie des effets liés à la normalisation des cours du gaz et de l'électricité aient déjà été intégrés. Avec ce chiffre, l'inflation acquise pour 2024 est de +0,3% pour l'indice général et de +0,9% pour la composante *core*.

Un autre élément encourageant, l'indice PMI, bien qu'il soit toujours sous le seuil de contraction, ce dernier progresse de 45,3 en décembre à 48,5 en janvier, soit son niveau le plus élevé sur les dix derniers mois.

✓ Notre opinion – *Les indicateurs de ce début d'année continuent de dessiner une forme de continuité, bien qu'il soit un peu tôt pour en tirer des conclusions. La performance positive du PIB est à relativiser, mais elle laisse néanmoins un acquis positif à 2024. Les échos du côté de l'emploi restent positifs, surprenant davantage par rapport au ralentissement de l'activité. L'inflation accélère légèrement, mais sans que cela inquiète au regard de la dynamique de l'inflation sous-jacente.*

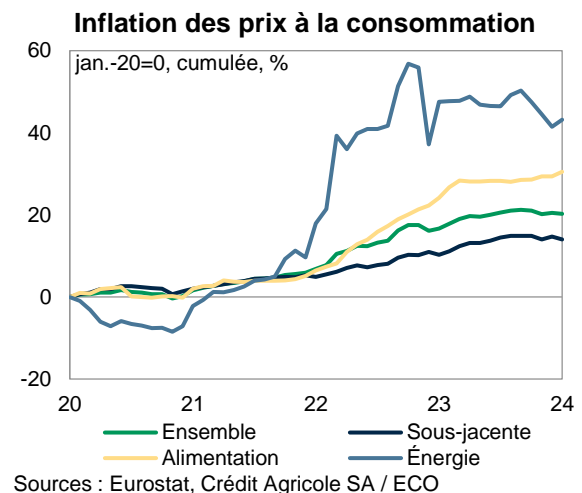
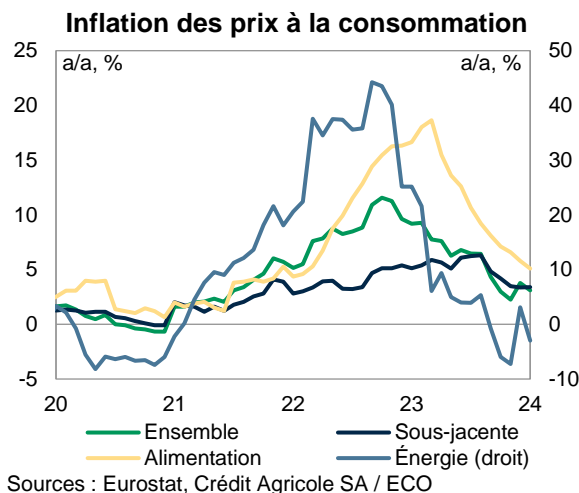
Allemagne : l'inflation continue de ralentir grâce à la baisse des prix de l'énergie

Les données préliminaires sur l'inflation de janvier publiées par Eurostat montrent un mois supplémentaire de ralentissement généralisé. L'inflation des prix à la consommation aurait baissé à 3,1% sur un an en janvier, après 3,8% en décembre 2023, s'éloignant ainsi assurément du pic à 11,6% d'octobre 2022. Le prix de l'énergie a chuté de 3,0% sur un an en janvier, après sa hausse de 3,1% en décembre, tandis que la remontée du prix de l'alimentation se serait modérée à 5,1% après 5,8%.

L'indicateur de l'inflation sous-jacente, qui permet d'analyser la tendance de fond de l'évolution des prix

hors composantes volatiles, a augmenté au même rythme qu'en décembre, en raison du léger rebond de l'inflation des services à 3,8% après 3,4% en décembre.

Même si l'inflation a chuté, la hausse cumulée des prix reste. Ainsi, les prix à la consommation seraient de 20,3% plus élevés qu'en janvier 2020, ce qui a considérablement détérioré le pouvoir d'achat des ménages. En particulier, les prix de l'énergie seraient de 43,1% plus élevés et les prix de l'alimentation de 30,5%.



Notre opinion – Les effets de base liés à la hausse passée des prix de l'énergie, l'affaiblissement de la transmission tout au long des chaînes de production et la baisse de la demande ont soutenu la modération progressive de l'inflation en 2023. L'augmentation des prix liée aux pénuries dues aux perturbations des chaînes d'approvisionnement s'est essouffée au cours de l'année 2023 et les pressions inflationnistes sur les prix qui en résultent se dissipent progressivement. Toutefois, l'énergie est la principale composante à l'origine de la tendance à la baisse.

L'inflation devrait baisser jusqu'à 2,8% en moyenne annuelle en 2024, après 6,1% en 2023. La modération des prix serait tirée par les composantes énergétiques, alimentaires et des biens industriels, tandis que des salaires plus élevés maintiendraient l'inflation des services à un niveau élevé. L'inflation sous-jacente continuerait également de ralentir, mais à un rythme plus lent, jusqu'à 3,8% en moyenne annuelle après 5,1%, en raison de la hausse des salaires.

Royaume-Uni

La BoE examine la question du calendrier de l'assouplissement à venir, mais ne semble pas aussi pressée que les marchés

Sur fond de baisse plus forte qu'anticipé de l'inflation des prix à la consommation, la *Bank of England* (BoE) a laissé son taux directeur inchangé à 5,25% (comme largement anticipé) à l'issue de sa réunion de politique monétaire de février et **a indiqué examiner la question du moment opportun de la prochaine baisse des taux**. Le Comité de politique monétaire (MPC) reste divisé : deux membres (Catherine L. Mann et Jonathan Haskel) ont voté pour une hausse de taux supplémentaire de 25 points de base (contre trois en décembre) et un membre (Swati Dhingra) a voté pour une baisse de 25 points de base à 5%. Le partage des votes au sein du MPC révèle donc un mouvement baissier pour deux membres : Swati Dhingra mais aussi Megan Greene qui a voté pour le *statu quo*, alors qu'elle votait auparavant pour une hausse de taux.

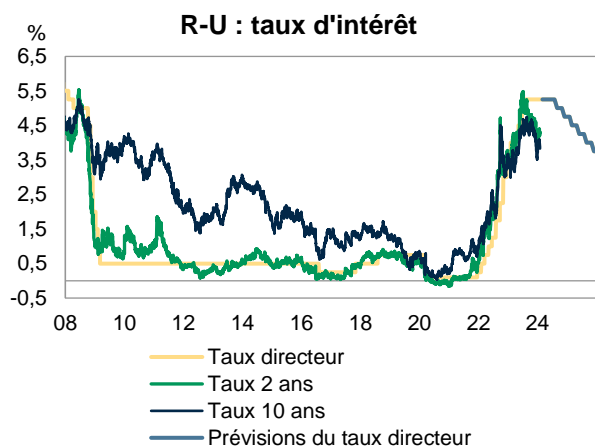
Fait important, quoique sans surprise, **le MPC a supprimé le biais haussier de sa *forward guidance***, à savoir la possibilité de hausses de taux supplémentaires s'il y avait des signes de persistance des pressions inflationnistes. La BoE confirme donc que le taux directeur est à son pic. La question qui se pose à présent au MPC n'est donc plus de savoir s'il faut resserrer davantage, mais pour combien de temps il faut maintenir le taux directeur au niveau actuel (durée de la politique restrictive et non plus ampleur du resserrement).

À cet égard, la BoE reste prudente, suggérant qu'elle garderait les taux inchangés plus longtemps que ne l'anticipaient les marchés. En effet, le langage du gouverneur Andrew Bailey lors de sa conférence de presse, n'était pas particulièrement *dovish* déclarant que le MPC souhaitait recueillir « plus de preuves » que l'inflation baisserait à la cible de 2% « de manière soutenable » avant de réduire ses taux. L'inflation a certes baissé plus rapidement que prévu (à 4% en décembre, contre 4,6% anticipé), mais c'est surtout dû à la dissipation des chocs globaux sur l'énergie, les produits

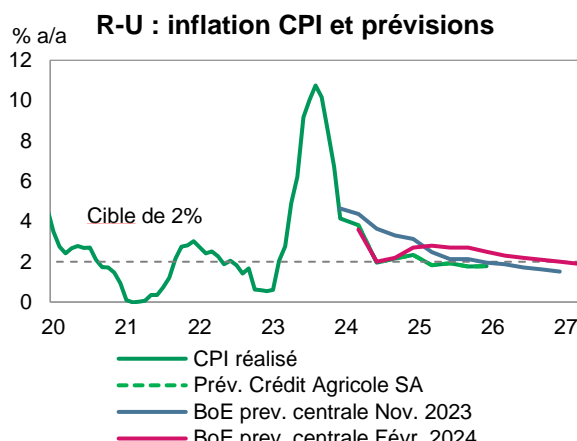
alimentaires et les biens. En particulier, « l'inflation dans les services a tendance à persister et reste élevée », explique le gouverneur. À 6,4% en décembre, elle est très supérieure à celle observée en zone euro et aux États-Unis. La croissance des salaires, même si elle a reculé un peu plus que prévu, demeure « significativement élevée ».

Les nouvelles prévisions d'inflation suggèrent également que la banque centrale est moins optimiste que les marchés concernant le degré nécessaire d'assouplissement à venir. La courbe des taux *forward* sur laquelle la BoE base ses prévisions impliquent un assouplissement total de deux points de pourcentage sur l'horizon de prévision, soit environ un point de pourcentage de plus qu'en novembre, avec une première baisse des taux au mois de mai.

Un retour temporaire à la cible. Dans les nouvelles projections centrales, l'inflation CPI chute très fortement à court terme, à 2% au deuxième trimestre 2024. Cette baisse s'explique à la fois par les surprises favorables sur l'inflation réalisée et par une forte baisse (-15%) prévue des tarifs de l'énergie administrés en avril 2024. En revanche, elle est temporaire. **En raison de la forte baisse des taux depuis novembre (impliquant une demande plus forte), les prévisions d'inflation de la BoE ont été revues significativement à la hausse à moyen terme**. L'inflation augmente à partir du troisième trimestre 2024 avec la dissipation des contributions négatives des prix de l'énergie pour atteindre 2,8% fin 2024. L'inflation resterait proche de ce niveau courant 2025, avant de baisser à nouveau en 2026. Elle se situerait plus de 50 points de base au-dessus des prévisions de novembre pendant la majeure partie de 2025 (à 2,7% en moyenne trimestrielle). La cible de 2% ne serait plus retrouvée qu'à la fin de l'horizon de prévision, au quatrième trimestre 2026, soit un an après les prévisions de novembre.



Source : Datastream, Crédit Agricole S.A.



Source : BoE Monetary policy reports, Crédit Agricole S.A.

L'inflation resterait donc supérieure à la cible pendant plus longtemps que la BoE ne le prévoyait en novembre dernier. Son profil est très différent de celui anticipé en novembre qui tablait sur une baisse graduelle du taux d'inflation, sans creux au T2.

Cela suggère que les anticipations de taux de marché qui servent d'hypothèse sous-jacente à ses prévisions d'inflation sont trop *dovish* par rapport à aux baisses de taux qui seraient nécessaires pour ramener l'inflation à la cible durablement. Notre scénario central, qui table sur un assouplissement total de 1,5 point de pourcentage débutant en août de manière très graduelle, ne semble pour le moment pas remis en question.

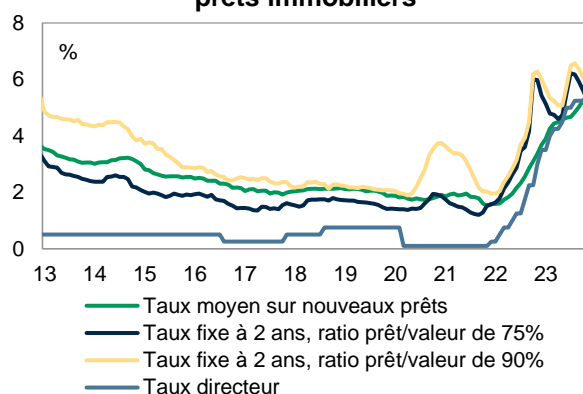
Côté risques, la BoE juge à présent que les risques de persistance des pressions inflationnistes domestiques sont « équilibrés » (contre orientés à la hausse précédemment). Cela se traduit par une suppression du biais haussier sur ses prévisions d'inflation à moyen terme. En revanche, à court terme, un biais haussier (de l'ordre de 0,2/0,3 point de pourcentage) persiste et est même revu à la hausse, reflétant l'intensification des risques géopolitiques en lien avec les conflits au Proche Orient. La BoE note que si les taux de fret ont augmenté sensiblement sur les routes d'Asie de l'Est vers l'Europe du Nord et la Méditerranée, l'impact sur les prix à la consommation a été limité.

La BoE se dit prête à ajuster sa politique monétaire (à la baisse) en fonction de l'évolution des données économiques. Pour cela, elle va « continuer de surveiller de près les indicateurs de persistance des pressions inflationnistes et de résilience de l'économie dans son ensemble, y compris un ensemble de mesures de tensions dans le marché du travail, la croissance des salaires et l'inflation dans les services ». Cette *forward guidance* a été inchangée ; elle n'est plus soumise à la question de savoir s'il faut resserrer davantage mais à celle de la durée du maintien du taux directeur au niveau actuel. Lors de la conférence de presse, Ben Broadbent a indiqué que les indicateurs domestiques de persistance de l'inflation (sous-entendu la croissance des salaires notamment) n'avaient pas besoin de surprendre à la

baisse par rapport au scénario central pour que la BoE se décide d'agir et qu'une évolution en ligne avec le scénario central serait suffisante pour baisser les taux. Simplement, pour le moment, la BoE n'est pas suffisamment confiante dans le fait que ces prévisions vont se réaliser (elle anticipe une croissance des salaires en baisse, de 6,5% au T4-2023 à 5,8% au T1-2024 et 4,8% au T2).

Enfin, la BoE a révisé à la hausse ses prévisions de croissance, en prenant en compte l'assouplissement budgétaire annoncé en novembre dernier par le gouvernement, qui ajouterait 0,2 point à la croissance du PIB en 2025 et 0,3 point en 2026. Les rythmes de croissance resteraient toutefois très faibles (révisés de 0% à 0,25% pour 2024 et de 0,25% à 0,75% pour 2025) et toujours compatibles avec l'apparition de capacités non utilisées dans l'économie à partir de cette année. La BoE prévoit toujours une hausse du taux de chômage dans les prochains trimestres (à 4,5% en 2024 et à 5% en 2025). Mais la banque centrale indique que **la part de l'impact du resserrement monétaire sur l'économie qui doit encore se matérialiser n'est plus que d'un tiers, contre la moitié estimé en novembre.** Cela est en partie dû à la baisse des taux depuis cet été, notamment les taux des emprunts immobiliers.

R-U : taux sur nouveaux prêts immobiliers



Source : BoE, Crédit Agricole S.A.

☑ Notre opinion – Bien que la BoE signale clairement que son prochain mouvement, lorsqu'il arrivera, sera à la baisse, elle nous semble plus prudente que les marchés. Pour la majorité du MPC actuellement, le degré de confiance dans le mouvement de chute durable de l'inflation vers la cible n'est pas suffisant. La question de la persistance des pressions inflationnistes domestiques nécessite encore des réponses. Il faut connaître notamment les résultats des renégociations salariales, mais aussi l'impact du relèvement du salaire minimum en avril. Les marchés semblent avoir compris le message relativement hawkish de la BoE et se sont ajustés après la réunion, bien que légèrement : la probabilité de baisse de taux au mois de mai est descendue à environ 45%, contre près de 60% avant la réunion.

En ce qui concerne notre scénario central pour la conduite de la politique monétaire, il n'est pas remis en cause par la communication de la BoE cette semaine, à savoir deux baisses au second semestre 2024 (août et novembre) et quatre en 2025 (une par trimestre), ramenant le taux directeur à 3,75% fin 2025. Cet assouplissement très graduel semble en ligne avec la prudence de la BoE et sa volonté d'agir au fur et à mesure des signaux récoltés dans les données à venir. Les prévisions de la BoE d'une accélération de

l'inflation au second semestre, qui existe aussi dans notre profil d'inflation mais de manière moins prononcée (inflation à 2,3% au T4-2024, contre 2,7% pour la BoE), pourraient compliquer toute décision de relever les taux au second semestre, mais comme l'a suggéré Ben Broadbent, une évolution des données en ligne avec son scénario central devrait être suffisante pour entamer le cycle de desserrement.

Pays émergents

Moyen-Orient et Afrique du Nord

👉 Arabie saoudite : une récession de 2% en 2023 et un rebond incertain en 2024

Après un quatrième trimestre encore en forte contraction, le PIB ressort en récession de 2% en 2023 et l'ampleur du rebond en 2024 reste encore incertain.

En 2023, le prix du baril s'est établi à 82 dollars en moyenne, une chute de 20% par rapport au prix de l'année 2022. De son côté, la production s'est contractée de presque 10% depuis juin 2023 à seulement 9 millions de barils par jour en raison du plafonnement de l'OPEP+, afin d'éviter une trop forte chute des prix. Ces deux phénomènes ont provoqué une forte baisse du PIB pétrolier aux troisième et quatrième trimestres, en récession de 17%.

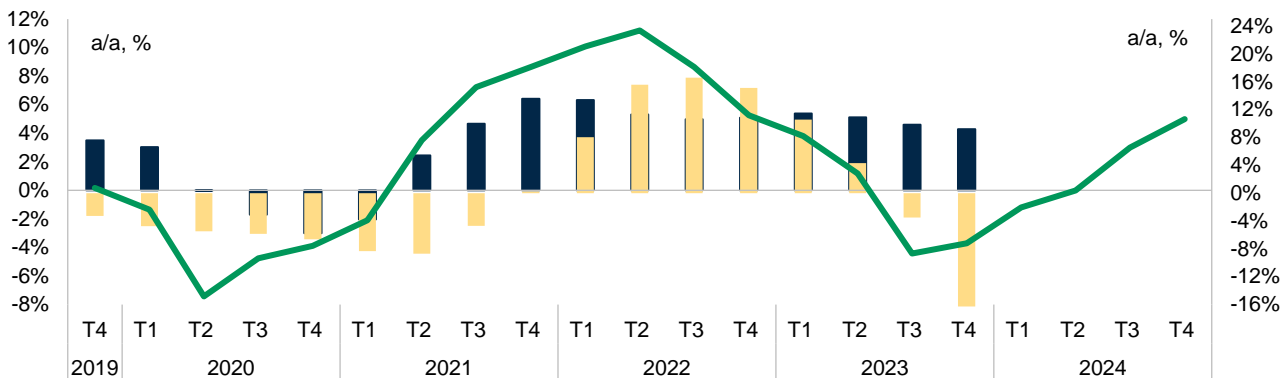
Après la récession globale du PIB de 4,4% au T3, le T4 sera donc encore en contraction de 3,7%, la plus forte récession sur un semestre depuis l'épisode de la pandémie en 2020.

En revanche, compte tenu de la mise en place progressive du plan Vision 2030 de diversification de

l'économie, le PIB hors pétrole a, pour sa part, progressé de 4,7% en moyenne sur l'année 2023, grâce à une croissance soutenue de la consommation des ménages qui tire les activités du commerce de détail, des transports et de la construction. Tant que l'économie sera rentière, cet élément ne compensera toutefois pas totalement la très forte volatilité du PIB pétrolier.

En 2024, l'ampleur du redressement de la croissance du PIB est encore incertaine. Si l'on peut espérer une croissance du PIB hors pétrole d'environ 4% cette année, le PIB pétrolier ne devrait croître que de 1% en raison de l'effet de base et si le prix du Brent se stabilise autour de 90 dollars par baril et avec de volumes de production en légère hausse. La croissance du PIB pourrait alors se redresser progressivement au cours de l'année et s'établir en moyenne à 1,8%, en fonction d'une conjoncture plus favorable sur les marchés pétroliers.

Arabie saoudite : croissance du PIB



Sources : GAS, Crédit Agricole S.A.

■ PIB Hors pétrole

■ PIB Pétrole (dr)

— PIB

Afrique sub-saharienne

Afrique sub-saharienne : un espace au cœur des stratégies des grandes puissances

Ce début d'année a été marqué par la tournée africaine du ministre des Affaires étrangères chinois, Wang Yi, au cours de laquelle il s'est rendu au sein de deux pays sub-sahariens, à savoir le Togo et la Côte d'Ivoire. Or, la diplomatie chinoise a la réputation de ne rien laisser au hasard et cette tournée symbolique cache, derrière elle, un projet politique et économique. D'une part, l'Afrique représente un bastion de votes stratégiques au sein des enceintes internationales dans un contexte de confrontation avec le monde occidental. D'autre part, les échanges extérieurs ne tirent plus la croissance du pays et la Chine tente de préserver les « Nouvelles Routes de la soie » promues par Xi Jinping, dont l'Afrique est devenue un segment clé.


Quelques jours après la tournée de Wang Yi en Afrique, ce fut au tour de Antony Blinken, secrétaire d'État américain, d'insister sur la volonté de l'administration américaine à nouer des partenariats de long terme plutôt que de privilégier des projets tape-à-l'œil, une allusion aux grands projets d'infrastructures de la Chine sur le continent ou aux alliances de circonstance que la Russie entretient avec des régimes issus de coups d'État. Dans cette mesure, Antony Blinken s'est rendu au Cap Vert, au Nigéria, en Angola et, tout comme son homologue chinois, en Côte d'Ivoire : ce dernier n'ayant pu se rendre en Afrique du Sud, qui a intenté une procédure devant la Cour de justice internationale contre Israël. Dans un contexte de glissement de la menace djihadiste du Sahel vers le nord des pays du golfe de Guinée, les enjeux de cette tournée étaient sécuritaires. Pour autant, cette tournée américaine avait aussi pour objectif de renouveler l'engagement de long terme des États-Unis en Afrique, un continent où la Chine mais aussi la Russie étendent leur influence.

En effet, le rapprochement du Tchad avec la Russie, illustré par la récente rencontre entre le président tchadien Mahamat Idriss Déby et Vladimir Poutine à Moscou, est le parfait symbole de l'influence russe grandissante au Sahel. Par

ailleurs, depuis le renversement de Mohamed Bazoum et l'arrivée au pouvoir d'une junte qui se détourne de ses alliés occidentaux, le Niger a convenu de développer de nouveaux liens militaires avec la Russie. Or, si les États-Unis disposent toujours d'une base à Djibouti, face à la mer Rouge, les emprises de Niamey et d'Agadez, au Niger, constituaient jusque-là les principales plateformes de décollage de leurs drones et de leurs avions, chargés de traquer les réseaux djihadistes allant du sud libyen au Sahel, en passant par le Soudan. Plus généralement, le Niger, tout comme le Burkina Faso et le Mali, dans le cadre de leur alliance du Sahel, se sont rapprochés de Moscou.

L'Iran, à cet égard, a tenu à saluer « *la résistance de ces pays africains face aux politiques hégémoniques européennes et au colonialisme* ».

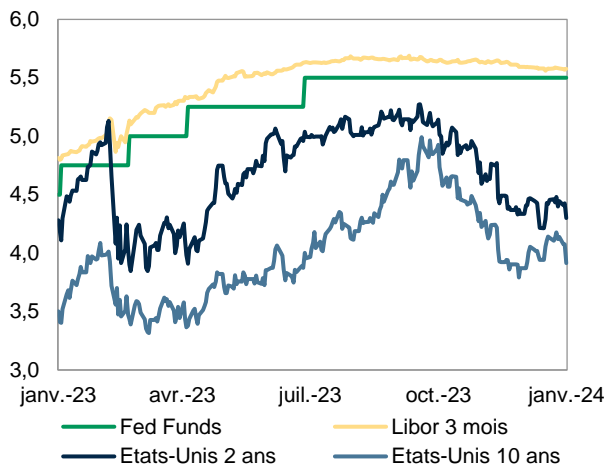
En Europe, Giorgia Meloni a inauguré, cette semaine, un sommet intitulé « *Italie-Afrique : un pont pour une croissance commune* ». Doté de « *ressources naturelles à valoriser et de flux migratoires à juguler* », le continent africain est au cœur de tous les discours de politique étrangère de la présidente du Conseil des ministres italien. Ce plan de développement, à hauteur de 5,5 milliards d'euros, vise à la création d'emplois et d'opportunités en Afrique, afin de décourager la migration illégale à travers la mer Méditerranée. Ce plan comprend, en outre, des projets pilotes dans des domaines clés tels que l'éducation, la santé, l'eau, l'assainissement, l'agriculture et les infrastructures énergétiques. Contrairement à la France, en recul sur le continent, l'Italie souhaite se poser en facilitateur des relations euro-africaines. Pour la dirigeante, la géographie autant que la politique prédisposent la péninsule italienne à devenir un pont entre les deux continents, cette idée étant complétée au passage par une aspiration très concrète à faire de l'Italie un *hub* entre les ressources énergétiques africaines et les marchés européens.

 **Notre opinion** – L'Afrique sub-saharienne risque, cette année particulièrement, d'être le théâtre de luttes d'influence entre les plus grandes puissances. Les récents retraits du Niger, du Burkina Faso et du Mali de la CEDEAO risquent, dans cette perspective, de matérialiser un fossé croissant entre les gouvernements élus alliés de l'Occident et les pays dirigés par l'armée qui dépendent de plus en plus de la Russie.

Tendances à suivre

Taux d'intérêt en dollar américain

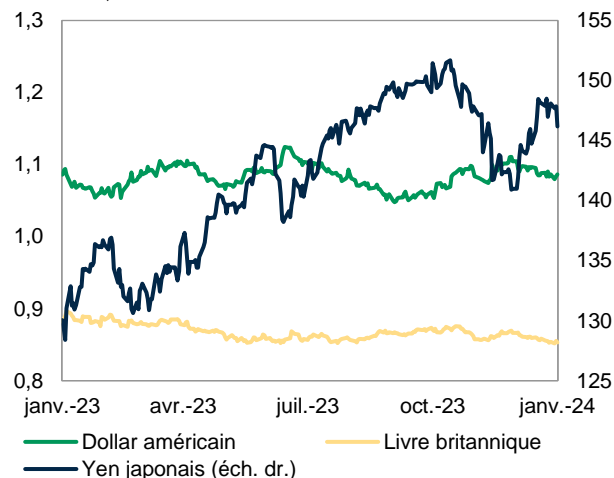
%, interbancaire (Londres) et souverains (États-Unis)



Source : Thomson Reuters

Taux de change des principales devises

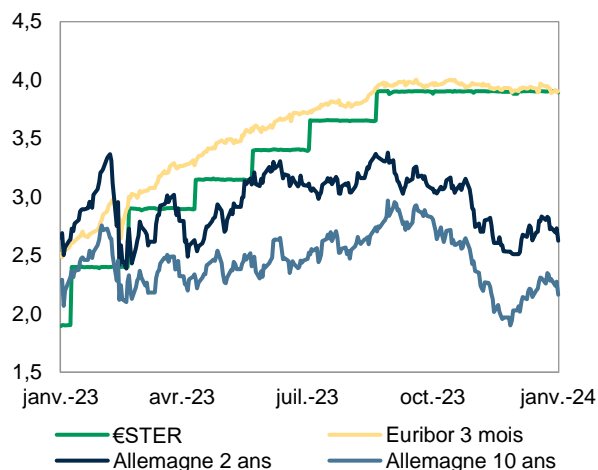
EUR/USD, EUR/GBP et USD/JPY



Source : Thomson Reuters

Taux d'intérêt en euro

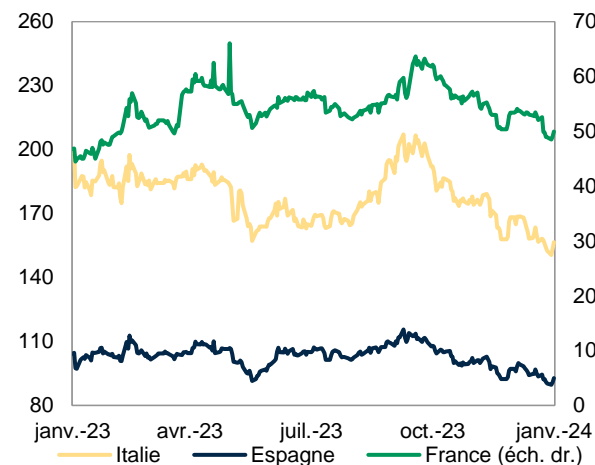
%, interbancaires (Londres) et souverains (Allemagne)



Source : Thomson Reuters

Spreads souverains européens avec le Bund

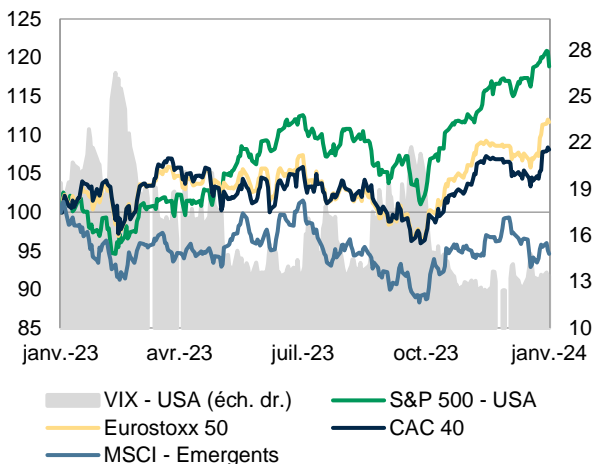
Pdb, dette en EUR à dix ans



Source : Thomson Reuters

Marché actions

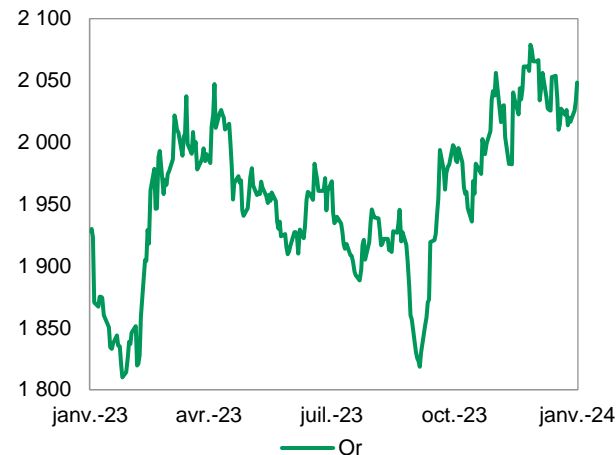
Indice boursiers (100 = début de période) et volatilité VIX



Source : Thomson Reuters

Cours de l'once d'or

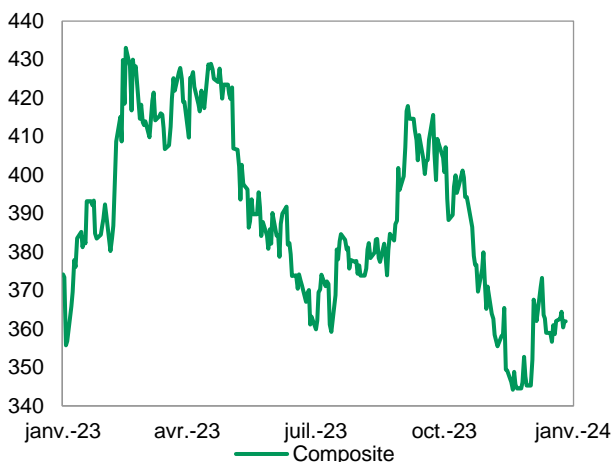
USD/Once troy (Londres)



Source : Thomson Reuters

Spreads souverains émergents avec le T-Bond

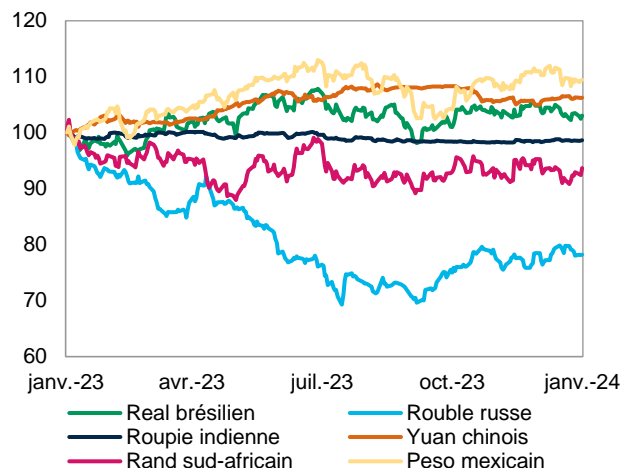
Indices EMBI+ (pdb, dette en USD de plus d'un an)



Source : JP Morgan

Devises émergentes

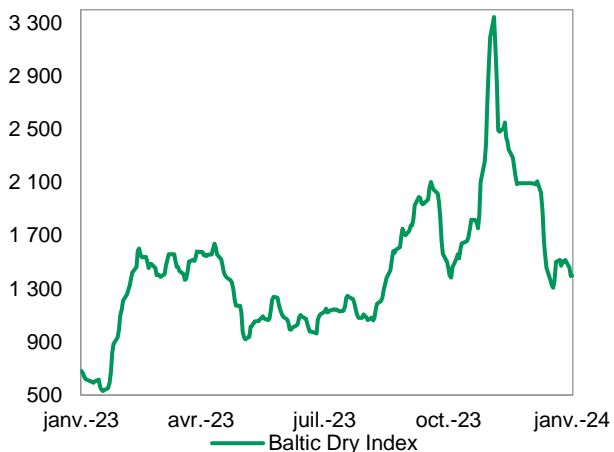
/USD (indice 100 = début de période)



Source : Thomson Reuters

Coût du transport maritime de vrac sec

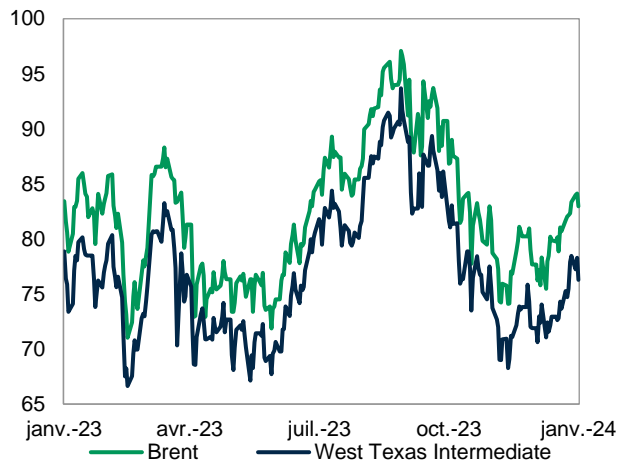
Baltic Dry Index (USD/point)



Source : Baltic Exchange

Cours du baril de pétrole brut en USD

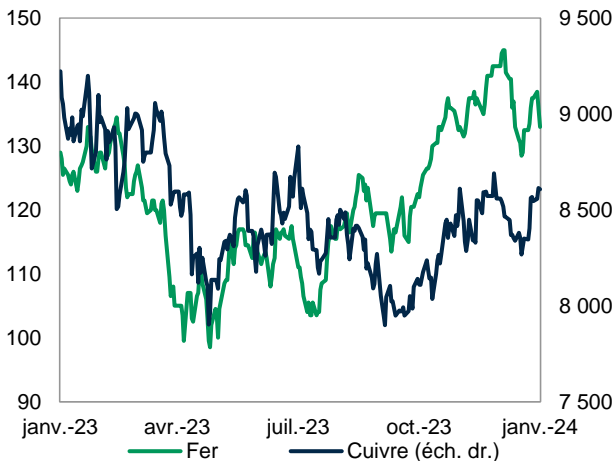
Brent (mer du Nord) et WTI (golfe du Mexique)



Source : Thomson Reuters

Cours des métaux

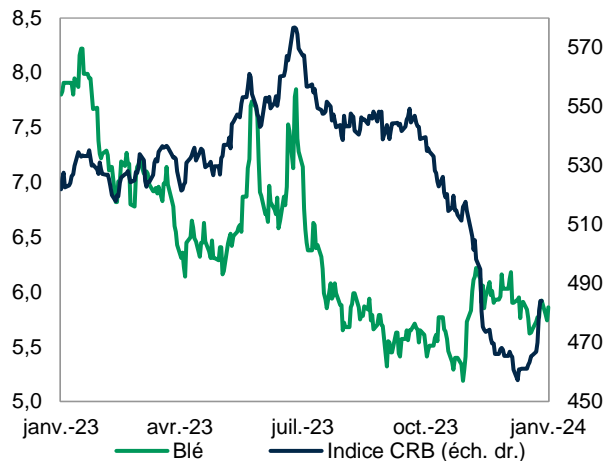
USD/tonne métrique



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 2024-2025 – Décembre 2023

Fluctuat nec mergitur

Date	Titre	Thème
01/02/2024	<u>La Chine annonce des mesures de soutien à l'économie après une nouvelle chute des indices boursiers</u>	Asie
01/02/2024	<u>France – Comment les entreprises et les ménages perçoivent-ils la conjoncture début 2024 ?</u>	France
30/01/2024	<u>Royaume-Uni – Les entreprises plus optimistes en janvier, selon les PMI</u>	Royaume-Uni
30/01/2024	<u>France – Conjoncture – Flash PIB : stabilité de l'activité au T4, 0.9% de croissance en 2023</u>	France
29/01/2024	<u>Allemagne – Scénario 2024-2025 : fatigue ou maladie ?</u>	Zone euro
26/01/2024	<u>Monde – L'actualité de la semaine</u>	Monde
24/01/2024	<u>Chine – Le dragon de bois viendra-t-il à bout de la déflation ?</u>	Asie
23/01/2024	<u>Espagne – Scénario 2024-2025 : une activité encore soutenue</u>	Zone euro
23/01/2024	<u>France – Une inflation toujours élevée en 2023, des chiffres annuels à relativiser</u>	France
19/01/2024	<u>Monde – L'actualité de la semaine</u>	Monde
19/01/2024	<u>Zone euro – Scénario 2024-2025 : atterrissage doux sur une croissance molle</u>	Zone euro

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)

Afrique du Nord, Moyen-Orient : Olivier LE CABELLEC

Afrique sub-saharienne : Thomas MORAND

Documentation : Elisabeth SERREAU

Statistiques : DATALAB ECO

Réalisation et Secrétariat de rédaction : Fabienne PESTY

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.