

Perspectives

Hebdomadaire – N°24/046 – 16 février 2024

MONDE – L'actualité de la semaine

☞ <i>Le dernier kilomètre est le plus difficile.....</i>	2
☞ <i>France : des créations d'entreprises toujours vigoureuses en 2023.....</i>	3
☞ <i>Italie : exportations, une année en demi-teinte.....</i>	4
☞ <i>Allemagne : la construction résidentielle plombe l'économie</i>	5
☞ <i>L'économie britannique est tombée en récession au T4-2023, les exportations ayant chuté plus que prévu ; l'inflation stable en janvier.....</i>	6
☞ <i>Indonésie : adoubé par Jokowi, le général Subianto s'impose facilement dans les urnes</i>	9
☞ <i>Koweït : la rente pétrolière est centrale dans l'économie et détermine tout</i>	11
☞ <i>Nigéria : un pays en proie à de multiples défis.....</i>	12

Le dernier kilomètre est le plus difficile

Alors que le consensus tablait sur des rythmes annuels d'inflation totale et sous-jacente de, respectivement, 2,9% et 3,7%, l'inflation américaine de janvier s'est révélée plus soutenue qu'anticipé. En variation mensuelle, l'indice des prix a augmenté de 0,3% : c'est certes modéré mais en accélération continue depuis le mois d'octobre (la variation n'avait alors atteint que 0,1%). Sur 12 mois, la hausse s'est établie à 3,1% : c'est certes en repli par rapport au mois précédent (3,4%) mais encore trop élevé. Quant à l'inflation sous-jacente, sa résistance qu'expliquent les prix des services (5,4% sur un an) est « naturelle » mais peu réconfortante : hausse sur un mois de 0,4% (excédant le chiffre de 0,3% de décembre) se traduisant par un glissement annuel stable mais toujours dynamique à 3,9%. Ces derniers chiffres confirment donc que le retour vers la cible de 2% sera lent et chaotique.

Toujours aux États-Unis, les ventes au détail (en valeur) ont enregistré une baisse en janvier de 0,8% sur un mois et une hausse limitée à 0,6% sur un an. Mais, après des progressions très soutenues en fin d'année, ce recul (qu'expliquerait partiellement la météo hivernale) s'apparente plus à une pause, à un éventuel début d'assagissement qu'à un signal d'effondrement des dépenses de consommation.

Par ailleurs, l'enquête de janvier 2024 de la Fed de New York sur les anticipations des consommateurs (January 2024 Survey of Consumer Expectations) signale que ceux-ci sont plus optimistes quant à leur situation financière et à leur accès au crédit. Par ailleurs, leurs anticipations d'inflation sont inchangées à court et à long terme (inflation médiane anticipée à un an à 3% et à 5 ans à 2,5%). Leurs anticipations sur le marché du travail sont mitigées mais n'indiquent pas de détérioration significative de leur perception. Enfin (et surtout), la croissance médiane prévue du revenu des ménages se redresse légèrement : à 3,1% en janvier, elle reste supérieure à son niveau d'avant la pandémie (2,7% en février 2020). De même, la prévision de croissance des dépenses médiane des ménages est inchangée : à 5%, elle excède de loin son niveau de février 2020 (3,1%).

Alors que les marchés se familiarisaient déjà avec l'idée d'un assouplissement monétaire plus lointain, en premier lieu aux États-Unis, les chiffres américains publiés cette semaine les ont donc de nouveau invités à revoir leur scénario de baisse imminente des taux directeurs. Les taux d'intérêt continuent de se redresser et l'inversion de leur courbe de s'accroître. Le mouvement est particulièrement marqué aux États-Unis où les taux à deux et dix ans (US *Treasuries*) « grimpent » de, respectivement, 12 et 9 points de base (pb) au cours de la semaine portant leur hausse sur un mois à 38 et 20 pb. Mais l'Europe n'est pas en reste : le taux allemand à deux ans poursuit sa remontée et à un peu moins de 2,80% (soit près de 20 pb sur un mois) est supérieur au Bund de 40 pb.

Si les anticipations de baisse des taux directeurs à très brève échéance se dissipent, le scénario d'atterrissage en douceur (voire en très grande douceur) reste d'actualité. L'absence de récession anticipée profite aux marchés plus « risqués ». Les spreads souverains, en particulier le *spread* italien, poursuivent leur resserrement. Si ce dernier a accompagné le mouvement de baisse du taux « sans risque » (Bund) au cours du dernier trimestre de 2023 (quand le scénario d'assouplissement monétaire rapide était en vogue), il n'a étrangement pas été bouleversé par la remontée du Bund depuis le début de l'année. L'Italie se distingue : alors qu'au pic récent du Bund (à près de 3% mi-octobre 2023), le *spread* italien offrait un excès de rendement de 70% par rapport au taux allemand, cet excès approche désormais 62%. Les « sur-rendements » ainsi exprimés sont plus stables pour la France et l'Espagne (autour de, respectivement, 20% et un peu moins de 40%).

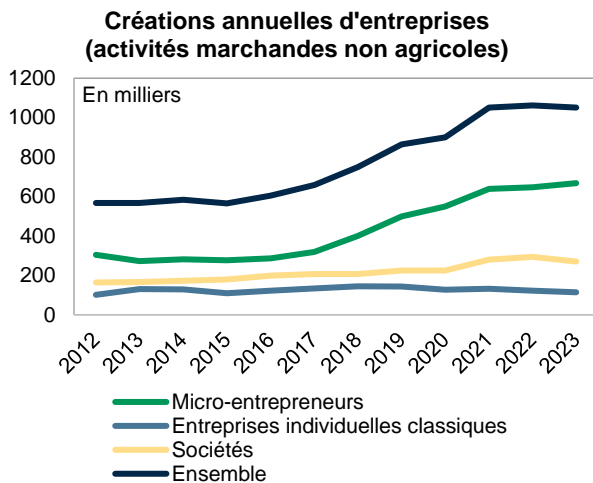
Enfin, les indices actions continuent de monter comme s'ils s'inscrivaient sur une sorte de tendance autonome donc inquiétante.

Zone euro

France : des créations d'entreprises toujours vigoureuses en 2023

L'Insee a publié cette semaine [le bilan des créations d'entreprises de l'année 2023](#). Celles-ci restent nombreuses, avec 1 051 500 nouvelles entreprises créées sur l'ensemble de l'année. Elles sont toutefois en léger repli (-1%) par rapport à l'année 2022, qui avait été une année record, retrouvant leur niveau de 2021 qui constituait déjà un très bon cru.

Le nombre de créations d'entreprises classiques diminue en 2023, avec une baisse de 8% pour les sociétés (à 269 900, ce qui reste élevé) et de 6% pour les entreprises individuelles classiques (à 114 100). Les créations d'entreprises individuelles sous le régime de micro-entrepreneur sont en revanche toujours orientées à la hausse (+3%) et atteignent un niveau record, à 667 400 unités. Les micro-entrepreneurs constituent ainsi 63% des créations d'entreprises en 2023, soit une forte progression par rapport à 2017 (48%), année précédant le doublement des plafonds de chiffres d'affaires ouvrant droit au régime. L'Insee rappelle toutefois que seuls deux tiers des micro-entrepreneurs réaliseraient effectivement un chiffre d'affaires dans les deux ans suivant leur immatriculation. La part des créations d'entreprises sous la forme d'entreprises individuelles classiques (11%) et de sociétés (26%) sont pour leur part en baisse (respectivement 20% et 31% en 2017).



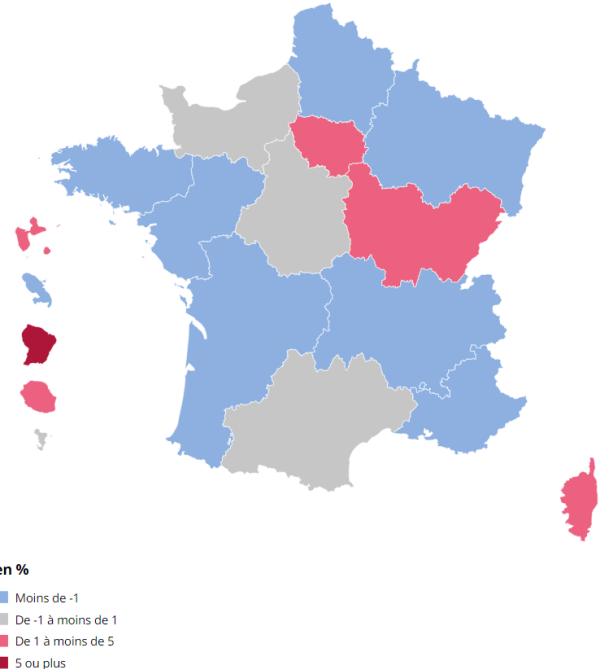
Sources : Insee, Crédit Agricole S.A./ECO

Les créations d'entreprises diminuent dans la plupart des secteurs d'activité. La baisse est particulièrement marquée dans les activités immobilières (-12%), la santé humaine et l'action sociale (-9%) en lien avec les activités d'infirmier et de sage-femme, les activités spécialisées, scientifiques et techniques (-8%) en lien avec les activités de conseil, et la construction (-8%). En revanche, les créations d'entreprises sont en forte hausse dans les activités de services administratifs et de soutien (+17%) notamment celles de nettoyage courant des bâtiments, et dans une moindre mesure

l'information-communication (+8%), les transports et l'entreposage et l'hébergement-restauration (+6%).

Les créations d'entreprises sont en repli dans la majorité des régions de France métropolitaine. Les plus fortes baisses sont enregistrées en Provence-Alpes-Côte d'Azur (-7%), en Auvergne-Rhône-Alpes (-4%) et dans les Pays de la Loire (-4%). Certaines régions connaissent toutefois une progression des créations d'entreprises, notamment l'Île-de-France, la Corse et la Bourgogne-Franche-Comté (+2%). Les créations d'entreprises diminuent par ailleurs en Martinique (-5%), mais augmentent nettement en Guyane (+8%).

Évolution du nombre de créations d'entreprises par région en 2023 (secteur marchand non agricole)



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

Les entreprises créées en 2023 semblent moins génératrices d'emploi. Moins de 2% des entreprises créées emploient au moins un salarié au moment de leur création. Hors micro-entrepreneurs, cette proportion s'établit à 4%, en légère baisse par rapport à l'année précédente, et elle monte à seulement 5% pour les sociétés, ce qui est très inférieur à son niveau d'il y a dix ans (12% en 2013). Les secteurs dans lesquels les entreprises sont le plus susceptibles d'être employeuses au moment de leur création sont l'hébergement-restauration (6% des créations d'entreprises) et la construction (5%). Les entreprises employeuses démarrent leur activité avec en moyenne 3,1 salariés, et ce nombre est plus élevé dans la construction (4,7) et l'industrie (3,7), mais plus faible dans les activités immobilières (1,5) et les services aux ménages (2).

Concernant les entreprises individuelles, les créateurs ont en moyenne 36 ans (comme l'année précédente) et 38% ont moins de 30 ans. Les créateurs sont à 43% des femmes, soit un niveau similaire à celui prévalant entre 2015 et 2021, mais en recul de 2 points par rapport à 2022. En matière de diversité, celle relative à la nationalité semble toutefois en hausse, avec 16% de créateurs

étrangers, contre 13% en 2018. Ces derniers sont plus nombreux parmi les micro-entrepreneurs (17%) et sont surreprésentés dans le secteur des transports et entreposage, avec 44% des créations d'entreprises individuelles (51% pour la livraison à domicile et 30% dans les transports de voyageurs par taxis), et dans la construction (27%).

✓ Notre opinion – *Le dynamisme des créations d'entreprises en 2023 permet de relativiser la hausse du nombre de défaillances d'entreprises, comme déjà discuté dans [une précédente note](#). Le léger essoufflement par rapport à 2022 vient toutefois traduire un contexte un peu moins porteur pour les entreprises, avec une croissance et une demande faibles, et une hausse de leur coût de financement du fait du resserrement des conditions financières. Si la tendance devrait perdurer début 2024, le rebond attendu de la consommation des ménages puis les baisses de taux directeurs prévues à partir du second semestre devraient améliorer les perspectives pour les entreprises.*

 **Italie : exportations, une année en demi-teinte**

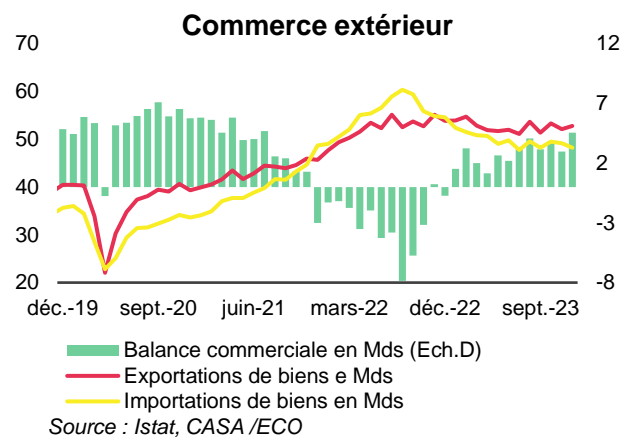
En 2023, le commerce extérieur italien a été le théâtre de dynamiques complexes, dans un environnement difficile, caractérisé par des partenaires économiques majeurs tels que la France et l'Allemagne en ralentissement. L'année s'est soldée néanmoins par un excédent commercial de 34,5 milliards d'euros, contrastant avec le déficit de 2022 (34 Mds d'euros).

Le redressement de la balance commerciale est imputable principalement à une baisse des importations qui, sur l'année 2023, se rapproche des 10%. Dans le même temps, les exportations ont stagné avec une hausse de 0,6%. Mais l'année s'est divisée en deux temps, avec un premier semestre plutôt négatif puis une accélération à partir de l'été qui s'est conclue par une hausse de 1,4% au T4. La croissance des exportations en fin d'année a été tirée aussi bien par l'augmentation des ventes auprès des partenaires de l'UE (+1,3%) que des partenaires extra-européens (+1,1%).

Au quatrième trimestre, les secteurs des machines, des véhicules et des produits alimentaires ont affiché des performances robustes, enregistrant des hausses respectives de 8,8%, 20,8%, et 5,8% par rapport au T3. Par contraste, certains secteurs tels

que les métaux de base (-14,5%) et les produits pétroliers raffinés (-19,5%), davantage touchés par la perte de compétitivité, sont plus en difficulté.

Malgré les défis liés à la hausse des prix de l'énergie, l'Italie a réussi à réduire son déficit énergétique en décembre 2023. Les prix à l'importation ont diminué de 1,3% en décembre sur un mois et de 9,4 % sur un an, reflétant la tendance à la baisse des coûts des produits énergétiques.



✓ Notre opinion – *Les exportations italiennes, un des moteurs de la croissance économique du pays, ont démontré leur résilience en 2023, mais le ralentissement du commerce mondial les a de facto impactées. Le pays a néanmoins retrouvé un excédent commercial au cours de l'année, après le double choc énergétique de 2022. Tout l'enjeu pour 2024 sera la capacité qu'auront les exportations à regagner en vigueur.*

 **Allemagne : la construction résidentielle plombe l'économie**

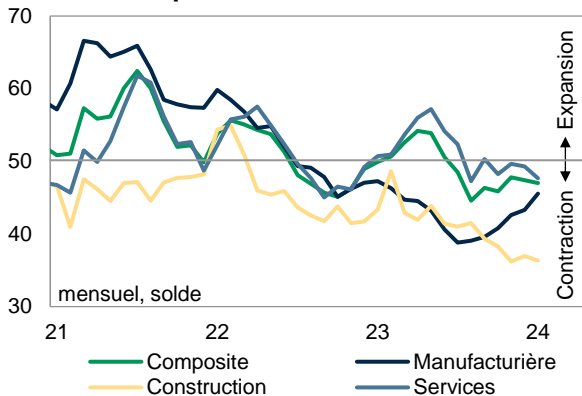
L'indice des directeurs d'achat (PMI) est resté inférieur à 50 en janvier pour le septième mois consécutif, indiquant donc toujours une contraction de l'activité. Il est plombé par l'industrie manufacturière et surtout par la construction. L'indicateur composite a enregistré un solde de 47,0 en janvier, légèrement en baisse par rapport à son niveau de décembre (47,4), après 3 mois de ralentissement du rythme de contraction.

Par secteurs d'activité, les services ont enregistré un solde de 47,7 en janvier après 49,3 en décembre, l'industrie manufacturière 45,5 après 43,3 et la construction 36,3 après 37,0. Ainsi, les données indiquent une dégradation dans les services par rapport au mois précédent, en zone de contraction depuis quatre mois. Bien que toujours en zone de contraction, l'indice manufacturier a continué de s'améliorer pour le sixième mois consécutif. En revanche, la contraction de l'activité dans la construction continue de s'accélérer, avec un indice inférieur à 50 depuis vingt-deux mois.

En analysant en détail les données de la construction, même si toutes les sous-composantes se situent sous le seuil d'expansion, on constate que la forte baisse du secteur est due à la faiblesse de la construction dans l'immobilier commercial, dont le rythme de contraction s'est accru, mais surtout aux pénuries dans la construction résidentielle qui continue de chuter. Par ailleurs, la construction dans le génie civil semble stable.

Les commandes et l'emploi dans la construction ont continué de baisser. En revanche, les coûts ont augmenté pour le deuxième mois consécutif, contrairement à la tendance observée pendant une grande partie de l'année dernière. À cet égard, les délais de livraison des fournisseurs ont également continué à augmenter.

Enquête sur l'évolution du climat des affaires par secteur d'activité



Sources : S&P Global PMI, Crédit Agricole SA / ECO

✓ Notre opinion – La construction continue de plomber l'économie en ce début d'année, sans qu'aucune amélioration ne soit en vue. Les entreprises du secteur ont souligné le resserrement des conditions financières, la hausse des prix et l'augmentation de l'incertitude comme principales raisons expliquant cette mauvaise performance. Les perspectives d'activité pour les douze prochains mois restent également pessimistes. Le nombre croissant de défaillances dans le secteur suggère que le point le plus bas n'a pas été atteint.

Royaume-Uni

L'économie britannique est tombée en récession au T4-2023, les exportations ayant chuté plus que prévu ; l'inflation stable en janvier

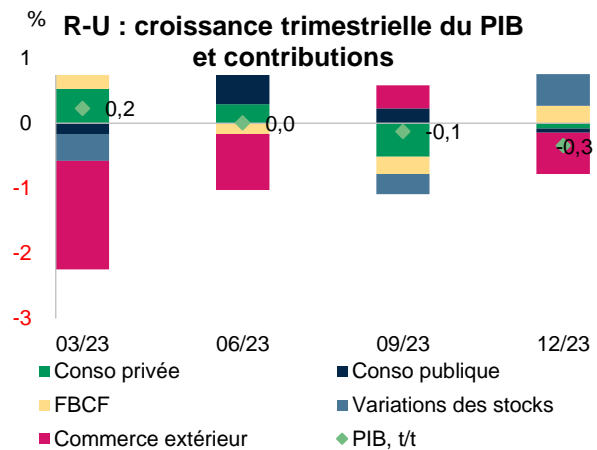
Le Royaume-Uni termine l'année 2023 sur une note décevante : selon la première estimation de l'ONS, le PIB du T4 s'est contracté de 0,3% en variation trimestrielle après -0,1% au T3 (chiffre non révisé), un résultat plus mauvais que prévu puisque le consensus tablait sur une baisse plus modeste, de 0,1%, du PIB (0% pour nous). L'économie enregistre donc une récession technique, définie par au minimum deux trimestres consécutifs de baisse du PIB réel.

La surprise est due principalement à une forte chute des exportations (-2,9% sur le trimestre) qui, combinée à une baisse des importations de moindre ampleur (-0,8%), implique une contribution de -0,6 point de pourcentage (pp) du solde extérieur à la croissance. Selon l'ONS, la baisse des exportations s'explique par une chute de 6% des exportations de services, en particulier des services aux entreprises (activités de conseil en comptabilité, juridique et gestion, publicité, recherche de marché et sondages d'opinions publiques, voyages), tandis que les exportations de biens ont progressé (+0,8% sur le trimestre).

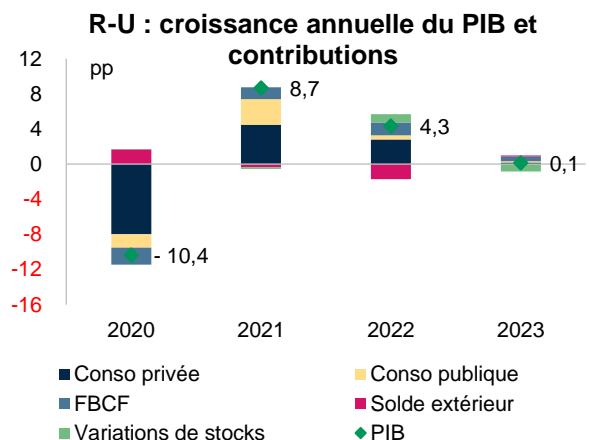
La demande intérieure, quant à elle, est nettement plus solide que prévu : elle progresse de 0,3% au lieu de se contracter (-0,2% anticipé) et contribue pour 0,3 pp à la croissance. C'est grâce à la formation brute de capital fixe, qui rebondit de 1,4% après une baisse de 1,4% au T3, portée par l'investissement en véhicules, en équipements informatiques et en autres bâtiments et structures. L'investissement productif surprend favorablement, avec une hausse de 1,5% sur le trimestre contre des anticipations de repli. En revanche, l'investissement immobilier a continué de se contracter (-1,3%), pour le cinquième trimestre consécutif, pénalisé par les taux d'intérêt élevés. La consommation des ménages quant à elle est plus en ligne avec nos anticipations, accusant un repli modeste de 0,1%, au lieu d'une stabilité, après toutefois une baisse de 0,9% au T3, révisée à la hausse (-0,5% dans l'estimation précédente). Les variations de stocks contribuent pour +0,5 pp à la croissance après -0,3 pp au T3. Enfin, le secteur public contribue de manière mitigée à la croissance, la consommation se réduisant de 0,3%, tandis que l'investissement accélère à +5,8% après +3,9% au T3. Au total, l'État apporte une légère contribution positive de 0,1 pp à la croissance.

En termes de décomposition par *output*, chacun des trois principaux secteurs contribue négativement à la croissance : les services baissent de 0,2% (après -0,2% au T3), l'industrie de 1% (après +0,1% au T3) et la construction de 1,3% (après +0,1% au T3).

Sur l'ensemble de l'année, la croissance du PIB est quasi nulle : +0,1% en moyenne annuelle, après +4,3% en 2022, et contre une prévision de +0,3%. Il s'agit de la plus mauvaise performance enregistrée depuis 2009, hormis l'année 2020. Elle s'explique par un net ralentissement de la demande intérieure. La crise du pouvoir d'achat et la hausse des taux d'intérêt ont pesé sur la consommation des ménages et sur l'investissement privé. La consommation des ménages ne progresse que de 0,3% après 4,8% en 2022. L'investissement immobilier chute de 5,2% après une hausse de plus de 10% en 2022. L'investissement productif parvient à enregistrer une croissance positive, bien qu'en décélération, à 6,1% après 9,6% en 2022, grâce à des mesures fiscales généreuses au cours de la première moitié de l'année. La formation brute de capital fixe a augmenté de 2,9% après 8% en 2022 et les variations de stocks contribuent pour -0,9 pp après +1 pp en 2022.



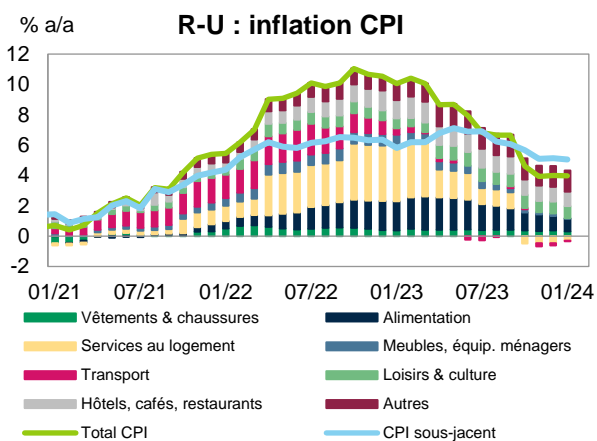
Source : ONS, Crédit Agricole S.A.



Source : ONS, Crédit Agricole S.A.

Une croissance plus faible que prévu n'est pas contradictoire avec les résultats également plus faibles qu'anticipé de l'inflation ces derniers mois.

Après avoir surpris à la baisse en décembre (à 4% en variation sur un an), l'inflation CPI s'est stabilisée en janvier (-0,6% en variation mensuelle). Les anticipations tablaient sur un léger rebond (consensus : 4,1%) en raison d'effets de base défavorables et d'une hausse des prix de l'énergie, notamment du fait de la révision à la hausse des plafonds des prix d'énergie par le régulateur Ofgem en janvier. L'inflation sous-jacente se stabilise également, à 5,1% (consensus : 5,2%), pour le troisième mois consécutif (-0,9% en variation mensuelle). L'inflation des biens ralentit à 1,8% (un plus bas depuis avril 2021) après 1,9% en décembre, mais l'inflation des services augmente légèrement à 6,5%, pour le deuxième mois consécutif, après 6,4% en décembre.

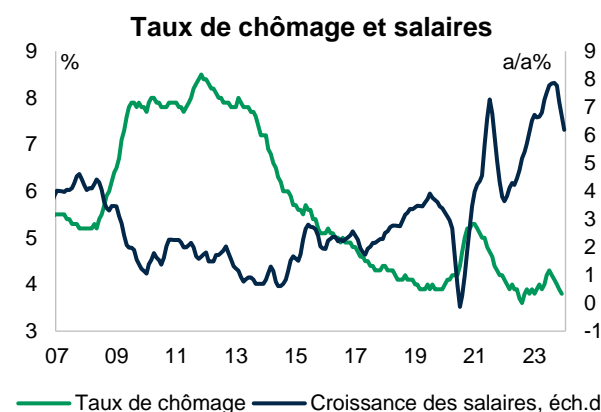


Source : ONS, Crédit Agricole S.A.

La stabilisation du taux d'inflation en janvier s'explique par le fait que les contributions positives, essentiellement de la composante services au logement (telle que gaz, électricité et eau) et de la composante transport de 0,18 pp et 0,11 pp respectivement, ont été compensées par des contributions négatives des autres composantes, notamment les équipements ménagers et l'alimentaire (-0,13 pp et -0,11 pp respectivement). Le taux d'inflation de la composante services au logement est passé de -3,4% à -2,1%, ce qui s'explique principalement par l'augmentation des prix du gaz et de l'électricité (6,8% et 4% respectivement sur le mois). En ce qui concerne la

composante transport, son taux d'inflation est passé de -1,1% à -0,3%, principalement en raison d'une hausse des prix des voitures d'occasion (1,5% sur le mois), partiellement compensée par une baisse des tarifs aériens (-39% sur le mois).

Les données du marché du travail pour le dernier trimestre, incorporant de nouveau les résultats de l'enquête *Labour Force Survey* qui avait été suspendue par l'ONS depuis juillet, ont révélé un marché du travail plus tendu qu'anticipé, avec un taux de chômage en baisse à 3,8% (après 3,9% en novembre), un plus bas depuis un an, et une croissance des salaires à 6,2% après 6,7% en novembre (chiffre révisé à la hausse). Le taux de chômage s'inscrit en baisse depuis juin contrairement aux données expérimentales qui indiquaient un taux de chômage stable à 4,2% depuis juin.



— Taux de chômage — Croissance des salaires, éch.dr.

Source : ONS, Crédit Agricole S.A.

Enfin, les ventes au détail du mois de janvier 2024 sont venues compléter le tableau conjoncturel de l'économie britannique. Elles ont progressé de 3,4% en volume, effaçant la baisse record enregistrée en décembre (-3,3%) et retrouvent leur niveau de novembre. Les ventes au détail restent faibles en tendance, progressant de seulement 0,7% sur un an. Les consommateurs dépensent toujours plus pour acheter moins : les ventes au détail se situent 19% au-dessus de leur niveau prépandémique en valeur contre 1,3% en-dessous en volume.

Notre opinion – En dépit de la surprise du chiffre de croissance totale (qui pourra être révisé), l'analyse des composantes du PIB est plutôt rassurante quant à l'état de la demande intérieure. Certes, la consommation des ménages enregistre deux trimestres consécutifs de repli, mais la baisse au T4 est modeste. L'investissement productif et la variation de stocks surprennent positivement. Les PMI de janvier indiquent une accélération de l'activité et de la demande, que le rebond des ventes au détail tend à confirmer. Si l'amélioration du climat des affaires se poursuivait dans les prochains mois, la croissance du T1-2024 pourrait surprendre positivement par rapport à notre prévision d'un rebond modeste de 0,1% en variation trimestrielle. L'acquis de croissance pour 2024 est de -0,3%, mais il ne remet pas en question notre prévision d'une croissance annuelle de 0,3% en 2024.

Côté prix, la stabilisation à la fois du taux d'inflation total et du taux d'inflation sous-jacent en janvier malgré la hausse des prix de l'énergie est une bonne nouvelle. Six composantes sur douze ont vu leur taux d'inflation chuter, trois (loisirs, éducation, hôtels et restaurants) se stabiliser et trois augmenter. Parmi les composantes où la désinflation se poursuit se trouvent les équipements ménagers (à 0,4% après 2,5% en décembre et contre un pic à 10,7% en septembre 2022), l'alimentaire et les boissons (à 7% après 8% en décembre et contre un pic à 19% en mars 2023), le textile (à 5,6% après 6,4% en décembre et contre un pic à près de 10% début 2022).

Une inflation moins élevée que prévu en décembre et en janvier pousse vers le bas nos prévisions qui intègrent à présent une forte décélération au cours des prochains mois, avec une inflation à 2% dès le mois d'avril et un plongeon sous la cible de 2% en juin (à 1,5%). Au second semestre, l'inflation réaccélérerait mais resterait proche de la cible. Un retour soutenable à la cible semble donc devenu plus probable.

En termes d'implications pour la politique monétaire, la BoE anticipait également un taux d'inflation CPI à 4,1% en janvier. Néanmoins, pour la majorité du MPC, ce sont les indicateurs de pressions inflationnistes domestiques qui pèsent le plus dans la décision de politique monétaire. Or, le marché du travail apparaît toujours particulièrement tendu et la croissance des salaires, bien qu'en baisse, reste soutenue et plus forte que dans les autres pays avancés. De plus, le gouvernement a annoncé une hausse de près de 10% du salaire minimum en avril et un relèvement de plus de 40% des plafonds des salaires pour les travailleurs immigrés, ce qui pourrait conduire à une croissance des salaires plus forte qu'anticipé. Tant que ce risque n'est pas dissipé, la BoE devrait rester prudente. Notre scénario central continue de tableur sur une première baisse de taux en août prochain.

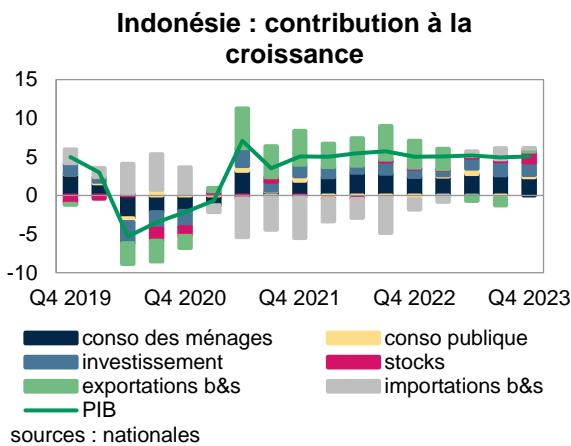
Pays émergents

Asie

Indonésie : adoubé par Jokowi, le général Subianto s'impose facilement dans les urnes

Appelés aux urnes le 14 février, les 204 millions d'électeurs indonésiens ont massivement fait le choix de la continuité en élisant dès le premier tour Prabowo Subianto, jusqu'ici ministre de la Défense. Ce dernier s'était en effet fait adouber par Joko Widodo, l'ultra populaire président sortant qui ne pouvait pas se représenter après ses deux mandats de cinq ans. Bénéficiant d'un taux d'approbation de près de 70% de la population, il avait brièvement songé à modifier la Constitution pour briguer un troisième mandat avant de renoncer mais de placer son fils comme colistier de Prabowo Subianto. Encore jeune (36 ans), ce poste le positionne sur une rampe de lancement pour l'élection de 2029. Pour conclure cette alliance, Jokowi n'avait pas hésité à lâcher son propre parti à l'Assemblée, le PDI-P, qui présentait un autre candidat.

À 72 ans, l'ancien général Subianto traîne pourtant une réputation douteuse : ancien commandant des forces spéciales sous la dictature de Suharto (qui dura de 1967 à 1998), il aurait activement participé aux répressions contre les résistants du Timor oriental dans les années 1980 et ordonné l'enlèvement et la torture de militants prodémocratie à la fin de la dictature.



Jamais jugé, il fut toutefois exclu de l'armée pour « conduite déshonorante » avant de partir en exil en Jordanie pendant plusieurs années. Candidat malheureux face à Jokowi en 2014 puis en 2019, ce dernier l'avait fait entrer au gouvernement lors de son deuxième mandat comme ministre de la Défense, tout un symbole.

En concluant un accord avec le président sortant, la victoire de Subianto était presque assurée. Il n'empêche que le score obtenu (environ 55% des voix selon les résultats encore provisoires) est largement au-dessus de certaines estimations, qui anticipaient un deuxième tour. Son plus proche

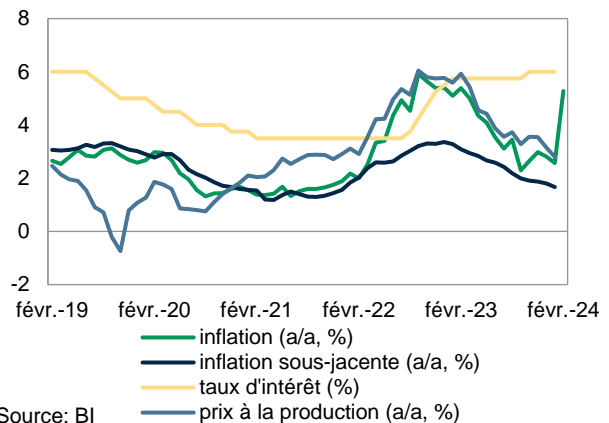
concurrent, l'ancien gouverneur de Jakarta, Anies Baswedan aurait obtenu environ 25% des suffrages.

Au-delà des 5%

C'est sans doute ce chiffre qui caractérise le mieux l'économie indonésienne qui, hors Covid, affiche une stabilité déconcertante avec une croissance à 5% depuis environ dix ans. Si cette performance rendrait jalouse n'importe quelle économie de la zone euro, elle reste insuffisante pour un pays comme l'Indonésie, encore au stade d'économie à revenu intermédiaire bas, n'ayant de surcroît pas achevé sa transition démographique.

Si Jokowi peut se targuer d'avoir fait bondir le PIB indonésien de plus de 40% en dix ans, ce taux de 5% demeure insuffisant pour absorber tous les nouveaux entrants sur le marché du travail, dans un pays où l'âge médian reste inférieur à 30 ans et où 25% de la population a moins de 14 ans.

Inflation et taux d'intérêt



Un long chemin a déjà été parcouru depuis les crises asiatiques de la fin des années 1990, qui avaient laissé une réputation d'économie « fragile » à l'Indonésie, surtout sur le plan monétaire. Depuis, le pays a grandement renforcé ses politiques macroprudentielles pour limiter et éviter les chocs liés aux déséquilibres externes. Et avec succès : en 2022 et 2023, la banque centrale a mené une politique monétaire orthodoxe, mais graduelle, afin de ne pas trop étouffer l'activité.

L'inflation est demeurée relativement contenue grâce à l'effet combiné de la politique monétaire et de mesures de contrôle des prix (subventions sur les carburants et certains produits alimentaires, restrictions aux exportations sur l'huile de palme notamment). La roupie indonésienne a tenu le cap face au dollar, bien mieux que la plupart des autres devises émergentes, en ne se dépréciant que de 9% environ par rapport à début 2022, avant le choc

inflationniste de la guerre en Ukraine et le mouvement d'appréciation du dollar.

Sur le plan budgétaire, l'Indonésie a renoué avec la rigueur et rempli son objectif d'un déficit public inférieur à 3% du PIB dès 2022 (cette contrainte avait été relâchée en 2020 et 2021 en raison du Covid). Le pays est aussi celui qui présente la dette publique la plus faible des économies de l'Asean et du G20 (environ 38% du PIB). De quoi laisser encore de la marge pour prolonger l'effort en investissements entrepris par Jokowi.

Subianto dans la continuité

C'est d'ailleurs sur cette promesse que Subianto a été soutenu par le président sortant : celle de continuer les dépenses d'investissements en infrastructures, à commencer par le projet de transfert de la capitale sur l'île de Bornéo, chiffré autour de 35 milliards de dollars et qui devrait s'échelonner sur vingt ans. Incarné et porté par Jokowi, la nouvelle équipe sera garante de son exécution, la première partie du chantier devant être livrée dès août 2024. À cela s'ajoutent de nouveaux projets dans le domaine des transports et de l'énergie. Si le pays avait profité de capitaux chinois entre 2013 et 2018, le ralentissement des financements liés aux Nouvelles routes de la soie va le contraindre à chercher de nouveaux investisseurs étrangers.

L'autre enjeu est de réussir à valoriser les ressources naturelles du pays, notamment le nickel. Pour ce faire, l'Indonésie a imposé des taxes sur les exportations de produits non raffinés ou transfor-

més, afin d'encourager les multinationales à remonter les chaînes de valeur sur place, et donc d'exporter des produits à plus forte valeur ajoutée. Pour l'instant, cette stratégie n'a pas vraiment eu l'effet escompté : les capitaux chinois ont afflué, alimentant les craintes européennes et américaines sur cette nouvelle filière. Résultat, la production reste pour l'instant réservée au marché chinois plutôt bas de gamme, et une grande partie de la transformation s'effectue toujours en dehors du pays.

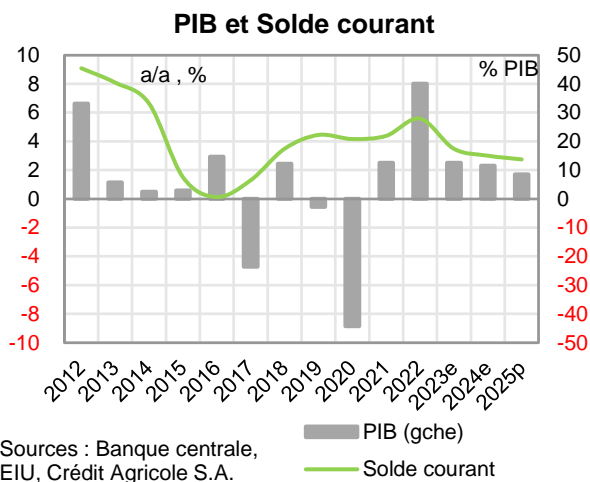
Très protectionniste, ce qui tranche par rapport à ses voisins asiatiques (Malaisie, Philippines, Thaïlande) mieux intégrés, l'Indonésie est encore comme bloquée entre deux stratégies de développement : celle consistant à compter sur son marché intérieur pour assurer sa croissance, et celle consistant à s'ouvrir un peu plus pour que d'autres puissent en profiter.

Cette ambivalence se retrouve aussi au niveau des relations internationales : Jokowi a veillé à conserver une position neutre entre la Chine et les États-Unis, en profitant du meilleur des deux mondes. Gros client des investissements et capitaux chinois, le pays s'est toutefois rapproché militairement du bloc atlantiste. Une ligne de crête difficile à tracer, qui n'est pas sans rappeler celle que son voisin indien, avec lequel l'Indonésie partage de nombreuses similitudes, essaye aussi de dessiner non sans mal. Un « multi alignement » qui pourrait trouver ses limites si les tensions sino-américaines venaient à s'exacerber encore plus.

Moyen-Orient et Afrique du Nord

Koweït : la rente pétrolière est centrale dans l'économie et détermine tout

Le modèle économique-social du Koweït fondé uniquement sur la rente pétrolière varie en fonction de la plus ou moins forte volatilité des prix du pétrole. Cette volatilité met effectivement à jour les problèmes structurels typiques des économies rentières : le manque de diversification économique et le sous-développement du secteur privé. Toutefois, le pays est doté de considérables ressources financières qui lui laissent une très grande marge de manœuvre face à la chute éventuelle de ses revenus. Avec seulement 4,3 millions d'habitants et un PIB de 166 Mds USD (estimé 2023), le Koweït est l'un des pays les plus riches du monde ; le PIB par habitant s'élève à 37 000 USD et 81 700 USD en parité de pouvoir d'achat.



La croissance du PIB est intrinsèquement volatile et corrélée au secteur pétrolier, notamment le prix du baril et les volumes exportés. La rente pétrolière représente 93% des exportations et 80% des recettes budgétaires. Mais le très faible coût d'extraction lui permet de rester en excédent courant même quand les prix chutent fortement. En quinze ans, le pays a connu cinq récessions (2009, 2010, 2017, 2019 et 2020) liées au pétrole et à la crise

Covid (-8,9%) mais le compte courant de la balance des paiements a toujours été excédentaire. En 2023 et pour les deux prochaines années, les excédents courants devraient excéder les 15% du PIB.

Compte tenu de l'importance de la rente pétrolière dans l'activité, la croissance du PIB est plus volatile. En 2021, le rebond a été vigoureux mais le PIB ne devrait progresser que de 0,5% en 2023 en raison de la baisse des cours du pétrole de 105 USD/bbl en 2022 à 82 USD/bbl et de la baisse de 5,6% de la production de pétrole en 2023 dans le cadre de l'accord OPEP+. Un redressement de la croissance du PIB à 1,7% est envisageable en 2024.

La richesse financière accumulée par le pays depuis le début de l'exploitation pétrolière est impressionnante. En plus d'un très confortable matelas de réserves en devises de 51 Mds USD fin 2023, soit 19 mois d'importations, le fonds souverain KIA (*Koweït Investment Authority*) est capitalisé à hauteur de 803 milliards de dollars soit presque cinq fois le PIB. Un record mondial.

Alors qu'elle avait fortement augmenté à 20% du PIB en 2020, en raison de la crise Covid et de la récession, la dette publique est restée stable à 9% du PIB en 2023, fortement réduite grâce aux excédents budgétaires accumulés depuis lors.

Les ajustements fiscaux (baisse des subventions, introduction d'une TVA, hausse de l'impôt sur les sociétés) qui avaient été envisagés lors des précédentes crises ont été repoussés en raison de l'attachement de la population aux très généreuses subventions de l'État.

La politique monétaire diffère très légèrement des autres pays producteurs de pétrole du Golfe car le dinar est en régime de change fixe à un panier de devises où le dollar US prédomine, ce qui équivaut à un régime de change « quasi-fixe ». Cette petite flexibilité a un peu favorisé les ajustements lors de précédentes tensions sur le marché international des changes.

Notre opinion : La diversification de l'économie n'est pas à l'ordre du jour au Koweït car le pays n'en a pas vraiment besoin compte tenu de l'importance de la manne financière procurée par la rente pétrolière. À long terme, le pays devra toutefois affronter certains défis de diversification car il est handicapé par le développement modéré du secteur privé et l'improductivité du secteur public qui emploie 70% de la population.

Afrique sub-saharienne

Nigéria : un pays en proie à de multiples défis

Le président nigérian, Bola Ahmed Tinubu, a convoqué d'urgence plusieurs ministres et conseillers afin d'apporter une réponse aux nombreuses manifestations contre le coût de la vie qui ont eu lieu ces derniers jours, notamment dans la ville de Minna où des centaines de manifestants, principalement des femmes et des jeunes, ont bloqué les routes. Ces manifestations interviennent dans un contexte délicat auquel s'ajoutent les pressions du Congrès national du travail (NLC) et du Congrès des syndicats (TUC) qui ont émis un ultimatum, cette semaine, au gouvernement nigérian, exigeant qu'il honore ses engagements pris lors d'une vague de grèves initiée par les syndicats, en octobre dernier.

Ces manifestations font suite au lancement de deux grandes réformes économiques de Tinubu destinées à redresser les finances publiques et à attirer les investissements étrangers, à savoir la libéralisation du naira et l'arrêt des subventions aux carburants.

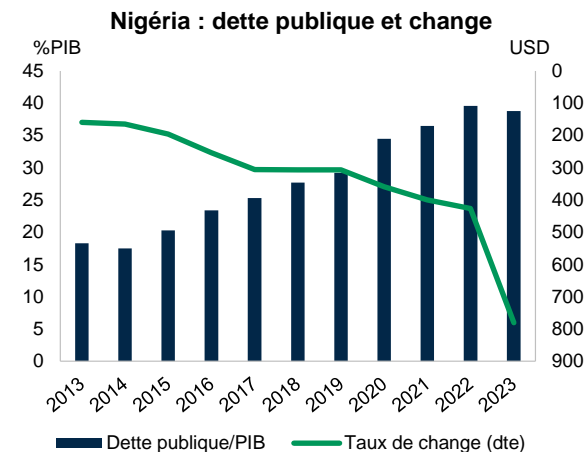
En effet, en décembre dernier, l'inflation globale annuelle a atteint 28,9% contre 21,3% en décembre 2022, ce qui signifie que le taux d'inflation, en glissement annuel, a atteint 7,6% en 2023 selon les données du Bureau nigérian des statistiques (NBS). Les prix des denrées alimentaires, par exemple, ont augmenté de plus de 30% entre mai, date de la prise de fonction de Tinubu, et décembre, selon la Banque mondiale.

Quant à la monnaie nationale, le naira nigérian a perdu près de 40% de sa valeur par rapport au dollar en seulement un an : l'objectif étant d'attirer les investissements étrangers d'une part, de rapprocher la valeur officielle du naira à celle du marché parallèle d'autre part.

Ainsi, plusieurs initiatives gouvernementales ont été mises en place afin d'atténuer les effets de ces réformes, dont « l'état d'urgence sur la sécurité alimentaire », promettant des investissements dans l'agriculture ainsi qu'un « fonds de soutien aux infrastructures » permettant aux États d'investir dans les domaines essentiels tels que les transports, l'agriculture, la santé, l'éducation, l'électricité ou les ressources en eau.

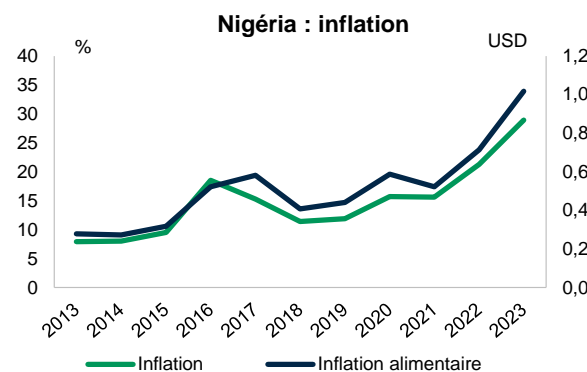
Par ailleurs, les ministres des Finances et du Budget du Nigeria, ainsi que le gouverneur de la banque centrale, se sont entretenus avec des responsables de la Banque mondiale à Abuja, ce mercredi, afin de discuter de la mise en place de nouveaux plans de soutien et de relance.

Ces enjeux économiques s'ajoutent après que le Nigéria eut difficilement atteint son nouveau quota de production (1,5 million b/j) fixé par l'Organisation des pays exportateurs de pétrole (OPEP) : la production pétrolière ayant atteint un plateau moyen de 1,64 million b/j, en janvier, ce qui constitue le plus haut niveau atteint depuis janvier 2022.

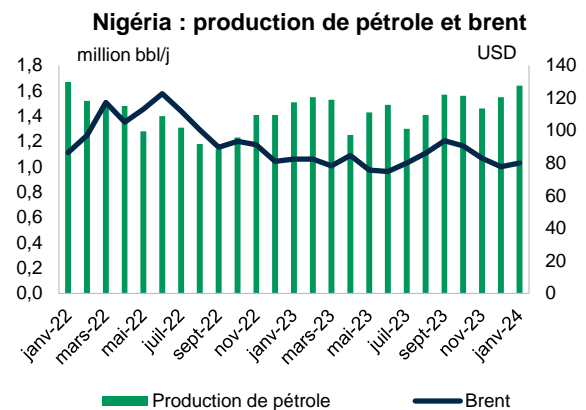


Sources : FMI, Crédit Agricole S.A. / ECO

Or, ces politiques ont considérablement affecté le pouvoir d'achat des ménages alors que les prix des denrées alimentaires, des logements, de l'eau, de l'électricité et du gaz ne font qu'augmenter.



Source : National Bureau of Statistics, Crédit Agricole S.A.



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

Au-delà des tensions sociales et des difficultés économiques au pays, le Nigéria est également au premier plan des défis géopolitiques de la région.

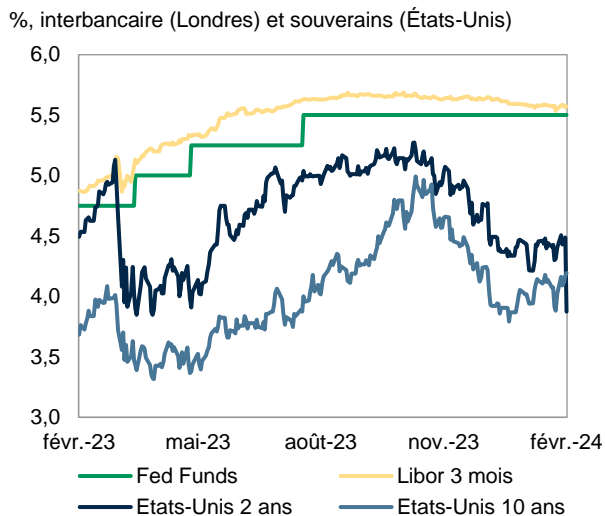
En effet, la crise politique au Sénégal et les récents retraits du Niger, du Burkina Faso et du Mali de la Communauté économique des États d'Afrique de l'Ouest (CEDEAO) sont autant de dossiers au cœur de débats qui sont actuellement tenus entre les ministres des Affaires étrangères de la CEDEAO, à Abuja, la capitale du Nigeria.

Par ailleurs, le Nigeria s'ouvre à de nouveaux défis commerciaux. Le pays s'apprête à signer, avec le Royaume-Uni, un accord de partenariat visant à stimuler le commerce et les investissements bilatéraux, a annoncé le département britannique des Affaires et du Commerce : un accord inédit entre le Royaume-Uni et un pays africain.

✓ Notre opinion – *Tinubu a hérité d'une économie qui se débat avec des niveaux d'endettement élevés, des faibles recettes, une pauvreté endémique et une insécurité généralisée, notamment au nord-est du pays. Ces derniers temps, Tinubu a lancé les réformes les plus audacieuses que le Nigeria ait connues, depuis des décennies, en supprimant une subvention populaire aux carburants et en invitant la Banque centrale du Nigeria à dévaluer le naira, ce 30 janvier, pour la seconde fois en huit mois. Aujourd'hui, l'inflation et les tensions sociales viennent s'accumuler aux difficultés existantes, bien que ces nouvelles mesures permettent d'œuvrer à une plus grande compétitivité et à une meilleure stabilité financière du pays à court terme.*

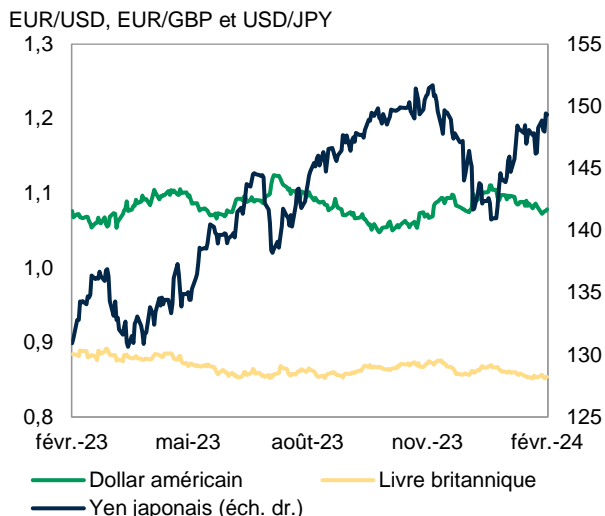
Tendances à suivre

Taux d'intérêt en dollar américain



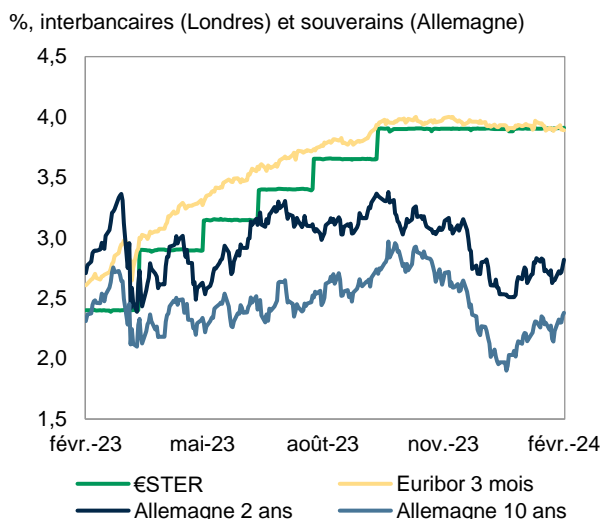
Source : Thomson Reuters

Taux de change des principales devises



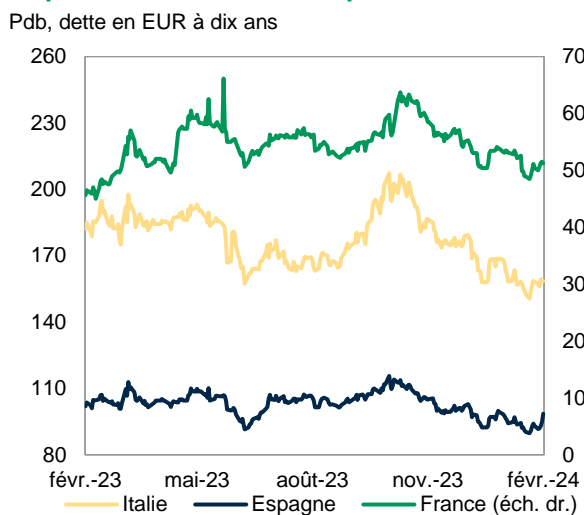
Source : Thomson Reuters

Taux d'intérêt en euro



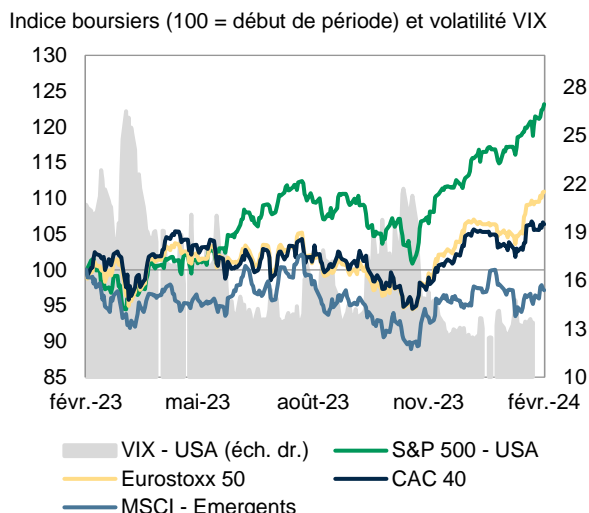
Source : Thomson Reuters

Spreads souverains européens avec le Bund



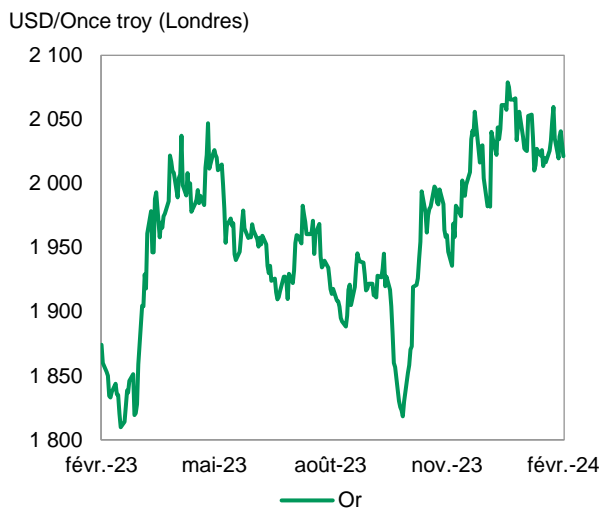
Source : Thomson Reuters

Marché actions



Source : Thomson Reuters

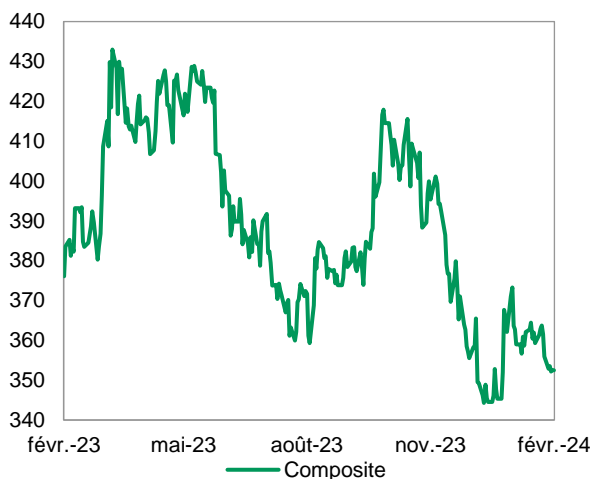
Cours de l'once d'or



Source : Thomson Reuters

Spreads souverains émergents avec le T-Bond

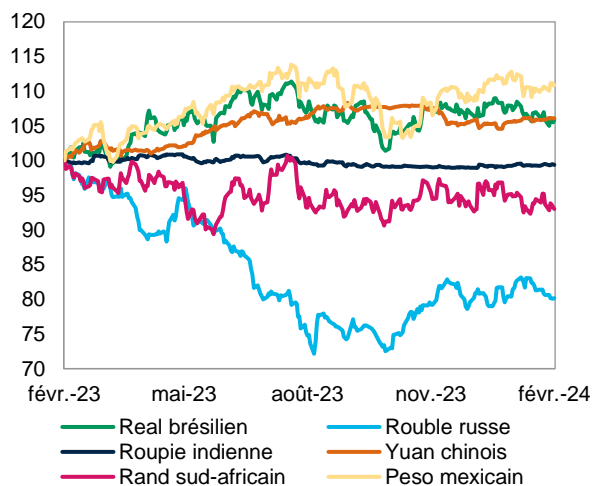
Indices EMBI+ (pdb, dette en USD de plus d'un an)



Source : JP Morgan

Devises émergentes

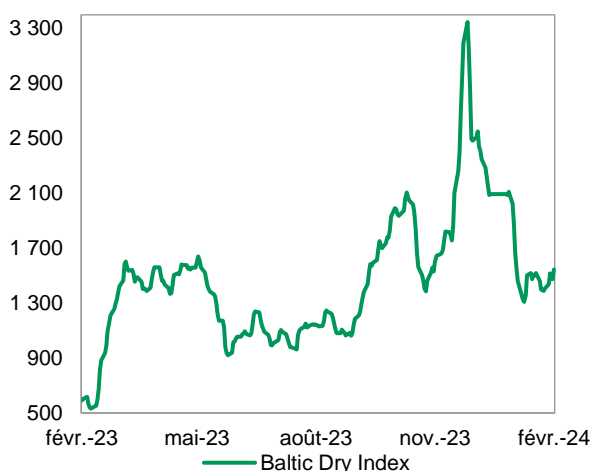
/USD (indice 100 = début de période)



Source : Thomson Reuters

Coût du transport maritime de vrac sec

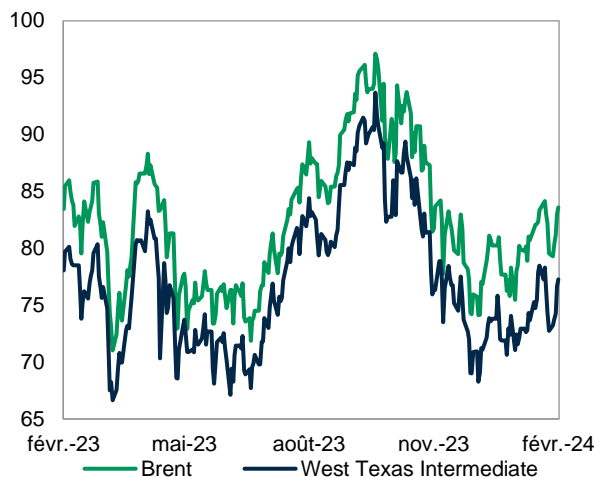
Baltic Dry Index (USD/point)



Source : Baltic Exchange

Cours du baril de pétrole brut en USD

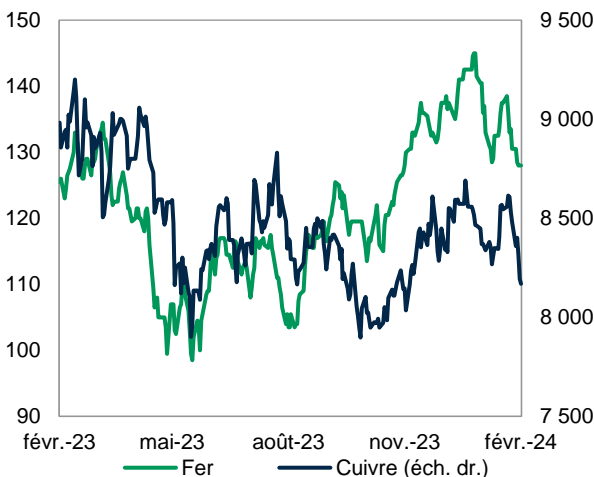
Brent (mer du Nord) et WTI (golfe du Mexique)



Source : Thomson Reuters

Cours des métaux

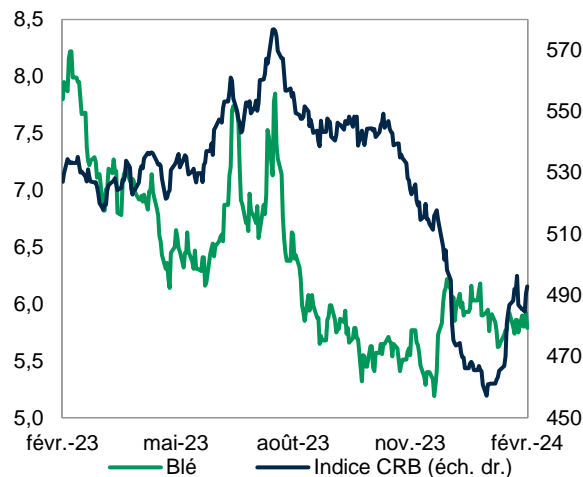
USD/tonne métrique



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
16/02/2024	<u>ECO Tour 2024 : état de l'économie française secteur par secteur</u>	France
14/02/2024	<u>La fragmentation géopolitique fait évoluer la grammaire du risque pays</u>	Monde
14/02/2024	<u>Italie – Rebond de la production industrielle</u>	Italie
14/02/2024	<u>Thaïlande – Agitation politique, stagnation économique</u>	Thaïlande
12/02/2024	<u>France – L'Insee table sur une croissance modérée au premier semestre</u>	France
09/02/2024	<u>Monde – L'actualité de la semaine</u>	Monde
09/02/2024	<u>Au-delà du discours politique, les dessous de la smicardisation</u>	France
07/02/2024	<u>Afrique sub-saharienne – Un espace au cœur des stratégies des grandes puissances</u>	Afrique sub-saharienne
06/02/2024	<u>Zone euro – Reprise de l'activité et vitesse de désinflation, le verre à moitié vide</u>	Zone euro
05/02/2024	<u>Parole de banques centrales – La BoE examine la question du calendrier de l'assouplissement à venir, mais ne semble pas aussi pressée que les marchés</u>	Royaume-Uni
02/02/2024	<u>Monde – L'actualité de la semaine</u>	Monde
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

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 : Véronique CHAMPION

Contact : publication.eco@credit-agricole-sa.fr

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

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

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

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