

# Perspectives

Hebdomadaire – N°24/058 – 1<sup>er</sup> mars 2024

## MONDE – L'actualité de la semaine

☞ <i>L'inflation donne tort aux impatients</i> .....	2
☞ <i>France : une pluie d'indicateurs, des signaux mitigés concernant la conjoncture</i> .....	3
☞ <i>Italie : meilleur temps pour les ménages</i> .....	6
☞ <i>Inde : à l'approche des élections générales, Narendra Modi face à la colère des agriculteurs</i> .....	7
☞ <i>Égypte : ballon d'oxygène économique salutaire en provenance des Émirats</i> .....	9
☞ <i>Le Niger accumule les dettes impayées</i> .....	10
☞ <i>Géo-économie : les coulisses</i> .....	11

## L'inflation donne tort aux impatientes

La semaine aura été relativement calme sur les marchés, avec des indices actions globalement stables en amont de la réunion de la BCE la semaine prochaine, un euro stable contre le dollar et des taux sans risque n'évoluant que faiblement. Les données clés de la semaine ont été les chiffres d'inflation aux États-Unis et en zone euro. Elles ont réservé quelques surprises à la hausse, validant le scénario d'absence de baisses de taux directeurs à brève échéance.

En zone euro, le taux d'inflation a moins ralenti que prévu en février, selon les données préliminaires publiées vendredi par Eurostat. L'inflation totale a reculé à 2,6%, après 2,8% en janvier, s'inscrivant au-dessus des anticipations du consensus (2,5%). L'inflation sous-jacente a également décéléré moins vite que prévu, de 3,3% à 3,1% (consensus : 2,9%). Si l'inflation des biens *core* a continué de ralentir à 1,6% après 2%, l'inflation des services *core* n'a baissé que de 4% à 3,9%. Les taux sans risque zone euro ne se sont que très légèrement tendus en conséquence, avec un taux deux ans allemand en hausse de 6 points de base (pdb) sur la semaine et un Bund à dix ans qui gagne 8 pdb.

Aux États-Unis, selon les estimations du *Bureau of Economic analysis* (BEA), l'indice des prix des dépenses de consommation personnelle (*Personal Consumption Expenditure* – PCE), l'indicateur d'inflation privilégié par la Réserve fédérale, a augmenté de 0,3% en janvier, en ligne avec les anticipations du consensus, après 0,1% en décembre, et sa composante sous-jacente (hors énergie et alimentation) de 0,4%, après 0,1%. Sur douze mois glissants, l'inflation recule à 2,4% (après 2,6%) et l'indice sous-jacent à 2,8%, après 2,9% en décembre. En revanche, le « très *core* PCE » (services *core* excluant les dépenses dans l'immobilier), une composante que de nombreux gouverneurs de la Fed ont indiqué surveiller de près, affiche une forte hausse sur le mois, +0,6%, la plus forte depuis le mois de décembre 2021, poussant son rythme annuel à 3,5 %, contre 3,4% en décembre.

En outre, l'économie américaine continue de bien résister malgré quelques signes de ralentissement récents. Le taux de croissance du PIB au quatrième trimestre n'a été que légèrement revu à la baisse dans la deuxième estimation du BEA, à 3,2% en rythme annualisé, contre 3,3% lors de la première estimation (+0,79%, contre +0,81% en variation trimestrielle), une révision liée aux variations de stocks et aux exportations nettes, tandis que la consommation des ménages a été révisée à la hausse à 3% (annualisé), contre 2,8%, et l'investissement fixe a été également révisé à la hausse.

Le marché du travail demeure tendu et les chiffres des inscriptions au chômage sont restées faibles au cours des semaines récentes. Les revenus personnels ont rebondi très fortement en janvier, +1% sur le mois après avoir crû de 0,3% en moyenne sur les trois derniers mois, grâce surtout à une forte hausse des prestations sociales ainsi que des revenus issus des dividendes. Les dépenses personnelles ont été mitigées, +0,2% sur le mois après +0,7% en

décembre, et en recul de 0,1% en termes réels en janvier, mais cela pourrait juste être le contre-coup des chiffres élevés des mois précédents et des températures basses. Un acquis de croissance solide fin 2023 nous permet toujours d'anticiper une croissance forte de la consommation privée début 2024.

Les données économiques valident la prudence de la Fed, qui n'est pas pressée de réduire ses taux. Cette semaine, la présidente de la Fed de San Francisco, Mary Daly, a déclaré qu'il n'y avait pas d'urgence à baisser les taux, tandis que son homologue de la Fed d'Atlanta, Raphael Bostic, a signalé que la première baisse de taux pourrait intervenir cet été. Nous maintenons notre prévision d'une première baisse de taux en juillet, sans écarter complètement la possibilité qu'elle soit opérée en juin.

Dans un tout autre registre mais néanmoins important, la Chambre des Représentants a voté un nouveau budget provisoire qui permet d'éviter un *shutdown*, reportant les échéances du 1<sup>er</sup> mars au 8 mars et celle du 8 mars au 22 mars, selon les départements. Il devra être voté au Sénat et signé par le président avant ce vendredi minuit pour éviter un *shutdown*. Toutefois, seulement six projets de lois budgétaires (*appropriation bills*) sur les douze nécessaires pour financer le gouvernement ont fait l'objet d'un accord provisoire ; elles seront votées d'ici le 8 mars. Les six lois restantes (dont la défense, les services financiers, le travail, la sécurité intérieure et les affaires étrangères) devront être votées avant le 22 mars. Pour rappel, depuis le 30 septembre 2023, date de fin de l'exercice budgétaire, le Congrès fonctionne sur la base de budgets provisoires.

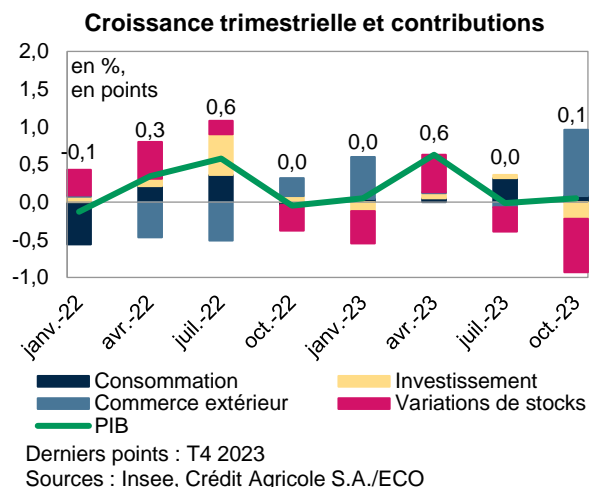
La réunion de la BCE du mois de mars sera l'un des événements clés pour les marchés la semaine prochaine. La BCE publiera en effet ses nouvelles projections de croissance et d'inflation, qui pourraient fournir des indications sur le calendrier des baisses de taux à venir. En outre, les marchés seront attentifs à toute indication de la part de la présidente de la BCE, Christine Lagarde, de resserrement supplémentaire à travers les programmes d'achats d'actifs qui pourrait à son tour nécessiter des baisses de taux plus agressives pour que l'orientation de la politique monétaire dans son ensemble ne soit pas trop restrictive. La semaine prochaine, le discours semestriel du président de la Fed, Jerome Powell, devant le Congrès américain, pourrait également contenir des indices importants sur les perspectives de taux directeurs américains et sur une éventuelle réduction du programme de *quantitative tightening* dans les mois à venir. Il devrait sans doute réitérer le message qu'une baisse de taux n'est pas imminente, sans pour autant adopter une tonalité très *hawkish*. Les données du marché du travail pour le mois de février, publiées vendredi prochain, seront le point d'orgue de la semaine. Les créations d'emplois devraient rester solides, mais s'inscrire néanmoins en baisse par rapport aux chiffres particulièrement élevés des deux derniers mois.

## Zone euro

### France : une pluie d'indicateurs, des signaux mitigés concernant la conjoncture

Les informations récentes font état d'une situation conjoncturelle contrastée. Alors que la confiance des ménages et le climat des affaires repartent à la baisse en février, l'indice PMI composite (*flash*) est au plus haut depuis neuf mois. Points positifs, la croissance est révisée légèrement en hausse au quatrième trimestre 2023 et le pouvoir d'achat des ménages par unité de consommation se redresse. En outre, la poursuite du phénomène de désinflation se confirme en février. Point négatif en revanche, la consommation des ménages en biens a légèrement reculé en janvier.

L'Insee a publié ce jeudi 29 février les [résultats détaillés](#) des comptes nationaux trimestriels du quatrième trimestre 2023, dévoilant à la même occasion les comptes des principaux secteurs institutionnels (ménages et sociétés non financières). Par rapport à la première estimation, la croissance trimestrielle est révisée légèrement en hausse, à +0,1% (+0,1 point), laissant la croissance annuelle pour 2023 inchangée à +0,9%. L'acquis de croissance pour 2024 à l'issue du quatrième trimestre 2023 est pour sa part révisé légèrement en hausse, à +0,2% (+0,1 point).



Parmi les révisions notables au quatrième trimestre 2023, la consommation est revue en hausse, avec finalement une stabilité pour celle des ménages contre une légère baisse précédemment estimée (-0,1%). L'investissement est en revanche révisé en baisse (à -0,9% contre -0,6%), notamment celui des entreprises non financières (-0,9%, contre -0,7%). Les deux effets se compensant, la contribution de la demande intérieure finale hors stocks à la croissance est inchangée à -0,1 point (après +0,4 point au troisième trimestre). Concernant le commerce extérieur, sa contribution est revue en baisse, à 0,9 point (contre 1,2 point dans la première

estimation), en raison d'une révision plus importante à la hausse des importations que des exportations. Enfin, les variations de stocks pèsent moins sur la croissance que précédemment estimé, avec une contribution de -0,7 point (contre -1,1 point).

Du côté des ménages, le pouvoir d'achat du revenu disponible brut est en hausse au quatrième trimestre (+0,7%), ainsi que sur l'ensemble de l'année 2023 (+0,8%). Il augmente également une fois rapporté au niveau individuel, par unité de consommation : +0,6% sur le trimestre et +0,3% sur l'année. Le taux d'épargne des ménages est en hausse au quatrième trimestre 2023, à 17,9% après 17,3% au troisième trimestre, en lien avec la conjonction d'une progression du pouvoir d'achat et d'une stabilité de la consommation des ménages. Sur l'ensemble de l'année 2023, le taux d'épargne s'est élevé en moyenne à 17,6%, proche de son niveau de 2022 (17,5%), mais nettement supérieur à son niveau d'avant la crise sanitaire (15% en 2019). Concernant les entreprises, le taux de marge des sociétés non financières est stable à 32,9% au quatrième trimestre 2023, s'établissant en moyenne à 32,7% sur l'année. Ce niveau est supérieur à celui de 2022 (31,7%) et de 2018 (31,5%), année de référence d'avant la crise sanitaire pour le taux de marge.

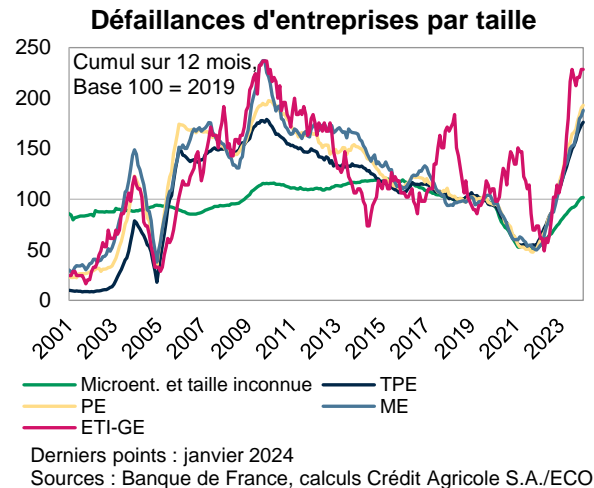
L'Insee a également publié cette semaine les résultats de son [enquête mensuelle de conjoncture auprès des ménages](#) du mois de février. Après trois mois de hausse, l'indicateur synthétique de confiance des ménages se replie (-2 points), retrouvant son niveau de décembre à 89, sous sa moyenne de longue période (100). En particulier, le solde d'opinion<sup>1</sup> relatif à l'opportunité de faire des achats importants diminue (-5 points) après une hausse en janvier, nettement sous sa moyenne de long terme. Les soldes d'opinion concernant l'épargne (capacité actuelle comme future et opportunité d'épargner) diminuent aussi sensiblement, demeurant au-dessus de leur niveau historique moyen. La part des ménages considérant que le niveau de vie s'est amélioré au cours de l'année passée se replie (-4 points) après avoir augmenté en janvier, bien en-deçà de sa moyenne de longue période. Les ménages sont en outre relativement plus nombreux à estimer que les prix vont accélérer au cours des douze prochains mois (+7 points). Enfin, les craintes des ménages sur l'évolution du chômage sont en hausse (+4 points) après une baisse en janvier, mais demeurent nettement inférieures à leur moyenne historique.

Pour les entreprises, les indicateurs relatifs à leur opinion sur la conjoncture divergent. La conjoncture

<sup>1</sup> Le solde d'opinion est la différence entre les pourcentages de réponses positives et négatives (ou de réponses en hausse et en baisse).

semble s'être légèrement dégradée en février d'après l'Insee : après deux mois de hausse, l'indicateur synthétique de [climat des affaires](#) s'inscrit en baisse (-1 point). À 98, il demeure proche de sa moyenne de longue période (100). Cette baisse provient de la dégradation du climat des affaires dans les services (-2 points à 99) et le commerce de détail (-5 points à 99), qui restent toutefois proches de leur moyenne de long terme. Le climat des affaires s'améliore en revanche dans l'industrie (+2 points) et rejoint sa moyenne historique de 100 pour la première fois depuis juillet 2023. Il est par ailleurs stable dans le bâtiment, à 103, soit au-dessus de sa moyenne de longue période. Contrairement à l'indicateur fourni par l'Insee, l'indice PMI composite de l'activité globale en France (S&P Global) est en nette hausse en février (+3,1 points) d'après [l'estimation flash](#) parue la semaine dernière. À 47,7, il demeure sous le seuil théorique d'expansion de l'activité fixé à 50 (le seuil empirique se situerait en réalité autour de 45<sup>2</sup>), mais est au plus haut depuis neuf mois. L'amélioration est valable à la fois pour les services (+2,6 points à 48) avec un plus haut de huit mois, et dans l'industrie manufacturière (+4 points à 47,1 d'après [l'indice définitif](#) publié ce vendredi 1<sup>er</sup> mars) où il se situe à son plus haut niveau depuis mars 2023. Dans l'industrie manufacturière, les perspectives d'activité à un an sont par ailleurs orientées à la hausse pour la première fois depuis mai 2023. Enfin, d'après [l'enquête mensuelle de conjoncture](#) de la Banque de France de début février, l'activité progresserait dans l'industrie ainsi que dans les services (quoiqu'à un rythme moins soutenu que le mois précédent pour ces derniers), tandis qu'elle se stabiliserait dans le second œuvre et se contracterait légèrement dans le gros œuvre du bâtiment.

Le nombre de défaillances d'entreprises continue d'augmenter, avec 56 290 défaillances cumulées sur douze mois à fin janvier d'après la [Banque de France](#). Le processus de rattrapage se poursuit donc, mais le nombre de défaillances en cumul sur un an est en ralentissement depuis janvier 2023. La hausse du nombre de défaillances est particulièrement prononcée pour les entreprises de taille intermédiaire et les grandes entreprises, ce qui marque davantage les esprits et peut avoir un impact économique plus important. Toutefois, le nombre total de défaillances d'entreprises cumulées depuis l'avant-crise sanitaire demeure légèrement sous le niveau suggéré par sa tendance pré-crise. Par ailleurs, les créations d'entreprises restent très soutenues et leur nombre a même rebondi en janvier d'après l'[Insee](#) (+2,7%, après -1,5% en décembre). Leur nombre en cumul depuis janvier 2020 est d'ailleurs nettement supérieur à celui suggéré par la tendance d'avant-crise (+6%).

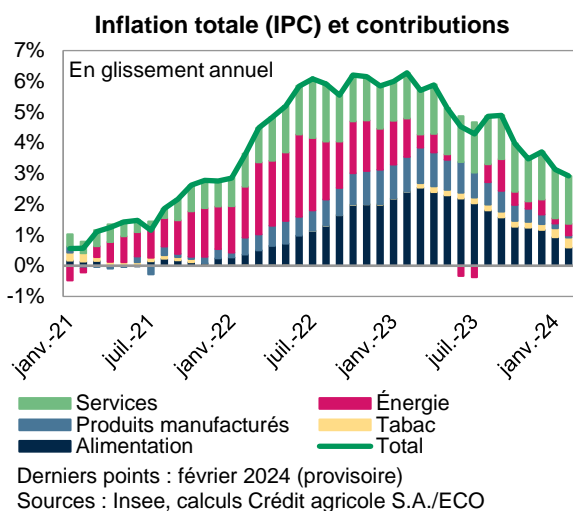


Cette semaine, l'Insee avait également publié les chiffres de [l'emploi salarié](#) au quatrième trimestre 2023. Le ralentissement se confirme : l'emploi salarié est stable (+11 900 emplois, soit +0,0%), après +0,2% le trimestre précédent. L'emploi salarié privé diminue même très légèrement (-0,1% après +0,2%), tandis qu'il augmente dans la fonction publique (+0,4% après +0,2%). L'emploi intérimaire est en baisse pour le quatrième trimestre consécutif (-1,7%). Toujours d'après [l'Insee](#), le taux de chômage au sens du Bureau international du travail s'est pour sa part stabilisé au quatrième trimestre, à 7,5% de la population active (France hors Mayotte). Il est donc en hausse par rapport à son point le plus bas depuis 1982 atteint au quatrième trimestre 2022 et premier trimestre 2023, mais reste nettement en-deçà de son niveau d'avant la crise sanitaire (8,6% en moyenne en 2019). Du côté des indicateurs avancés, le climat de l'emploi de l'Insee a rebondi en février (+2 points à 101), après être passé sous sa moyenne de longue période en janvier pour la première fois depuis le printemps 2021.

Les [résultats provisoires](#) de l'inflation de février, parus également cette semaine, confirment une poursuite du phénomène de désinflation. L'inflation au sens de l'indice des prix à la consommation diminue en effet à +2,9% en glissement annuel, après +3,1% en janvier. Elle repasse ainsi sous les 3% pour la première fois depuis janvier 2022, malgré une hausse notable des prix sur un mois (+0,8% après -0,2%), en lien avec des effets de base (une forte hausse des prix sur un mois un an plus tôt, en février 2023 : +1%). La baisse de l'inflation en février s'explique par le ralentissement des prix de l'alimentation, de ceux des produits manufacturés et, dans une bien moindre mesure, de ceux des services sur un an. Les prix de l'énergie et du tabac accélèrent en revanche sur un an.

<sup>2</sup> Voir le « [Guide pratique des enquêtes de conjoncture & protocole de prévision en temps réel](#) », Document de travail de la Direction générale du Trésor.





La publication cette semaine de la [consommation des ménages en biens](#) de janvier par l'Insee est moins encourageante, avec un repli de 0,3% en volume, après +0,3% en décembre. Cette baisse est liée à celle des achats de biens fabriqués (-1,5% après +0,8%), en particulier ceux de biens durables (-3,3% après +1,7%) et notamment de voitures (-6,7% après +4,8% pour les matériels de transport), en lien notamment avec le durcissement des dispositifs de bonus et malus écologiques. En revanche, les dépenses de consommation rebondissent pour l'habillement-textile (+0,6%, après -0,7%) et l'alimentation (+0,4%, après -0,9%). La consommation d'énergie poursuit par ailleurs sa hausse (+1,3%, après +1,5%).

**☑ Notre opinion** – La multitude d'indicateurs disponibles semble dresser un portrait mitigé de la conjoncture en ce milieu de premier trimestre, avec des signaux encourageants et d'autres moins. Notre prévision de croissance pour le début d'année 2024 pourrait ainsi prochainement être légèrement abaissée (mais elle resterait positive), avec un effet sur la prévision de croissance annuelle (elle était jusque-là de 1% pour 2024). Toutefois, la légère révision en hausse de la croissance du quatrième trimestre 2023 double l'acquis de croissance pour 2024 (de 0,1% à 0,2%). Qualitativement, notre diagnostic changerait par ailleurs peu, avec les mêmes « ingrédients ». En premier lieu, une poursuite du phénomène de désinflation et une hausse des salaires nominaux, qui permettraient un rebond de la consommation des ménages courant 2024 (peut-être un peu plus poussif qu'initialement prévu en début d'année). L'investissement des entreprises et des ménages serait pour sa part encore affecté par le resserrement passé des conditions financières pendant une bonne partie de l'année, avant les effets positifs de la normalisation monétaire attendue en milieu d'année 2024, qui pourraient se matérialiser en toute fin d'année et surtout en 2025.

Cet assombrissement des perspectives de croissance n'est pas sans conséquence pour les finances publiques. Le gouvernement a certes récemment indiqué réviser sa prévision de croissance pour 2024 à +1% (contre +1,4% dans sa prévision d'automne du projet de loi de finances), et a diminué par décret les dépenses publiques de 10 milliards d'euros pour cette année. En réalité, il semble toujours agir avec retard : au regard des indicateurs disponibles, une croissance de 1% en 2024 (et un déficit public de 4,4% du PIB) qui paraissait vraisemblable en fin d'année dernière semble aujourd'hui de moins en moins atteignable. La situation pourrait donc s'avérer pire que prévu, alors que l'objectif de déficit public de 4,9% du PIB en 2023 pourrait déjà ne pas être tenu.

 **Italie : meilleur temps pour les ménages**

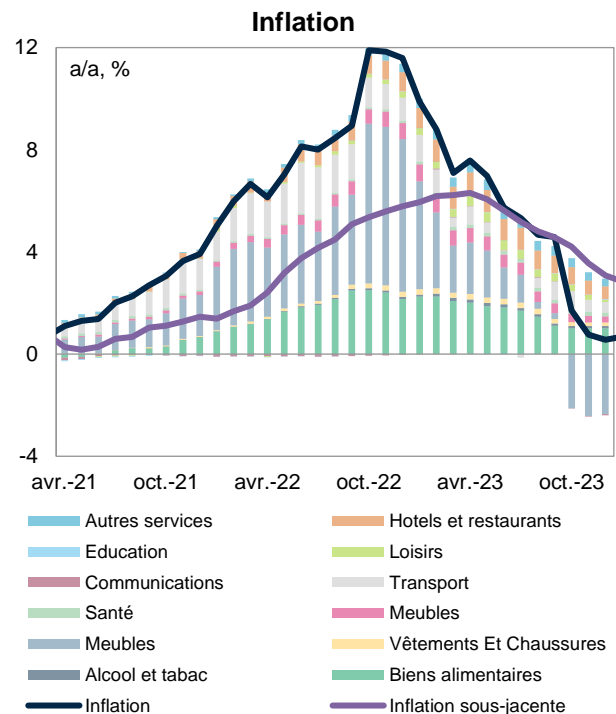
La confiance des consommateurs a continué de s'affermir au cours du mois de février, atteignant son niveau le plus élevé depuis juin 2023. Le regain d'optimisme des ménages est en grande partie imputable à une amélioration de la perception de leur situation financière, en ligne avec les évolutions récentes aussi bien du marché du travail que de l'inflation. Néanmoins, ils restent davantage préoccupés par la dégradation de la situation économique en Italie.

En effet, le processus de désinflation amorcé en fin d'année se poursuit, avec un niveau général des prix qui s'est stabilisé à +0,8% en février par rapport à février 2023. Les tendances observées demeurent globalement les mêmes au cours des deux derniers mois. La baisse des prix de l'énergie, aussi bien réglementés que non réglementés, se maintient respectivement à -18,6% et -17,2%. La baisse touche également le secteur des biens, dont les prix enregistrent un recul pour le quatrième mois consécutif, à -0,7%. Du côté des biens alimentaires, la détente semble amorcée avec un ralentissement des prix des produits alimentaires non transformés passant de 7,5% en janvier à 4,5% en février. L'inflation sous-jacente se rapproche également de la cible de 2%, à 2,4% en février. L'impact sur le panier des ménages commence également à être plus tangible, avec une nette réduction de l'inflation pour les produits à forte fréquence d'achat qui passe sous les 3%.

Les nouvelles restent également encourageantes du côté du marché du travail, malgré une contraction de l'emploi en février, principalement due à une diminution des travailleurs temporaires et indépendants. Le taux de chômage est resté stable à 7,2% et le nombre d'actifs inoccupés a baissé. La baisse de l'emploi au cours du mois a été compensée par la réduction du nombre d'actifs de 0,5%, entraînant ainsi une légère baisse du taux d'emploi de 0,1 point de pourcentage, à 61,8%. Sur les trois derniers mois, le marché du travail reste néanmoins en expansion, avec une croissance de l'emploi cumulée de 0,4%, pour un total de

90 000 employés supplémentaires. Bien que l'emploi marque le pas pour la première fois depuis juillet 2023, il reste cependant trop tôt pour déterminer si le mois de février représente un point d'inflexion dans la dynamique du marché du travail.

La situation des ménages contraste avec celle des entreprises. En février, le climat de confiance des entreprises a montré des signes de fléchissement, particulièrement dans les secteurs de la construction et du commerce de détail. La confiance dans l'industrie reste quant à elle à un niveau relativement bas et masque des dynamiques contrastées, avec une amélioration dans le secteur des biens de consommation et une dégradation dans les biens d'équipement. Dans les services, le recul de l'indicateur est imputable au repli dans les services touristiques.



**Notre opinion** – Deux dynamiques semblent se dessiner en ce début d'année. D'un côté, une amélioration à la fois de la confiance mais aussi des conditions des ménages avec une baisse des pressions inflationnistes et un marché du travail encore résistant et, de l'autre, un environnement productif dégradé qui fait face à une faiblesse de la demande aussi bien pour l'industrie que pour la construction. Ces dynamiques confirment dans les grandes lignes les hypothèses sous-jacentes au [scénario Italie](#) présenté en janvier avec une consolidation de la consommation et un cycle toujours en recul de l'investissement, pénalisé aussi bien par des conditions financement peu accommodantes que par un ralentissement de la demande.

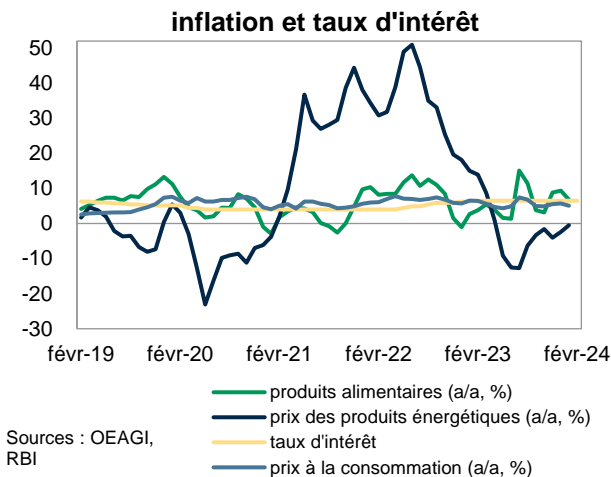
## Pays émergents

### Asie

#### Inde : à l'approche des élections générales, Narendra Modi face à la colère des agriculteurs

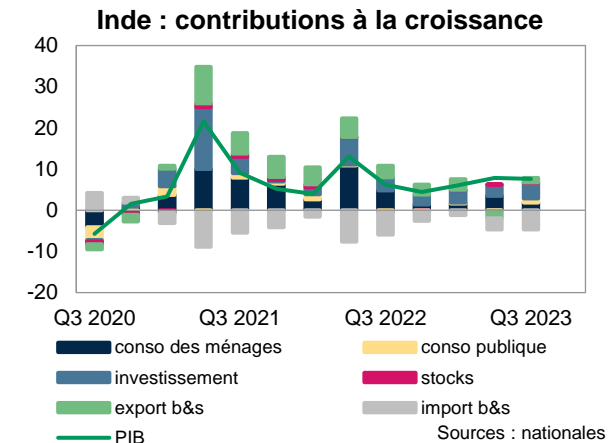
Les agriculteurs indiens sont aux portes de New Delhi pour demander une revalorisation des prix planchers des céréales qu'ils cultivent et l'élargissement de ce mécanisme à toutes les cultures. Ce n'est pas la première fois que des manifestations de la sorte éclatent dans ce pays où près d'un habitant sur deux tire encore son revenu principal de l'agriculture. Entre novembre 2020 et 2021, les paysans indiens avaient campé près d'un an autour des grandes villes, afin de réclamer le retrait d'une loi qui libéralisait la fixation du prix des céréales.

Cette fois-ci, l'enjeu est d'autant plus important que les élections générales doivent se tenir entre avril et mai. S'il y a peu de doutes sur l'issue du scrutin, qui devrait consacrer une nouvelle fois Narendra Modi et son parti (le BJP) et offrir à ce dernier un troisième mandat de Premier ministre, la gestion de cette nouvelle crise demeure essentielle pour l'image du dirigeant. En 2021, la répression des manifestations avait coûté la vie à près de 700 personnes. Les fermiers étaient finalement dans le nord de l'Inde (dans les États du Penjab et de l'Haryana, principaux producteurs de riz et de blé) avec la promesse qu'une commission de réflexion autour des prix minimums garantis pour les récoltes dans l'ensemble du pays serait créée.



Plus de deux ans plus tard et alors qu'aucune décision n'a été prise, la colère gronde de nouveau. Il faut dire que l'Inde n'a pas été épargnée par l'inflation : celle des produits énergétiques d'abord, dont elle est importatrice nette (le pétrole représente environ 25% des importations totales du pays), puis des produits alimentaires et notamment des légumes, dont les cultures sont de plus en plus affectées par le changement climatique. Ces trois dernières années, l'Inde a dû faire face au dérèglement des moussons, qui rythment les récoltes, ainsi qu'à d'intenses vagues de chaleur. Résultat, les salaires

réels n'ont pas suivi, malgré les bonnes performances de la croissance (7,2% en 2022, 6,3% en 2023).



L'extrême informalité du marché du travail indien (90% des travailleurs n'ont pas de contrat de travail) couplée au poids de la ruralité expliquent que les salaires n'aient pas suivi, en raison notamment de l'absence de contre-poids pour négocier des revalorisations.

#### Les yeux de Modi sont tournés vers l'industrie

Malgré cette crise du monde agricole qui perdure, c'est vers l'industrie que se concentrent toujours les efforts budgétaires. Faisant de son année de présidence du G20 une tribune pour attirer de nouveaux investisseurs et promouvoir l'Inde comme alternative à la Chine, Narendra Modi a enregistré quelques succès très médiatisés, notamment dans le domaine de la téléphonie. Apple, Samsung et Google produisent maintenant une partie de leurs téléphones dans le pays. Les simples chaînes d'assemblage ont laissé place à des usines plus modernes, et le réseau de fournisseurs s'est étoffé grâce à l'arrivée de sous-traitants taiwanais.

L'Inde, pays encore très protectionniste, s'est engagée dans une double stratégie d'insertion dans les chaînes de valeur et de substitution aux importations, à travers le programme *Make in India* visant à accroître la part de la valeur ajoutée manufacturière de 17% à 25% du PIB. Quatorze secteurs, de l'automobile à l'agro-alimentaire en passant par l'électronique, sont particulièrement ciblés et bénéficient d'investissements publics ou d'allègements fiscaux. Cette stratégie se heurte toutefois aux insuffisances du pays en termes d'infrastructures et de logistique, surtout quand on le compare à son rival chinois.

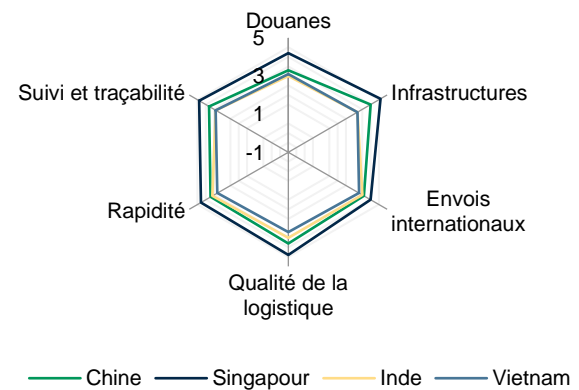
L'Inde ne compte que pour 1,8% des exportations mondiales, contre 14,7% pour la Chine, ce qui la place au niveau du Vietnam. L'existence de barrières tarifaires et non-tarifaires très élevées, le poids de la bureaucratie, la corruption endémique jusqu'au plus haut niveau de l'État ainsi que l'arbitraire de certaines décisions publiques freinent l'appétit des investisseurs, qui ont encore du mal à se projeter dans le pays. Comparé à ses autres concurrents asiatiques (Philippines, Malaisie, Thaïlande et surtout Vietnam), l'Inde pêche par son degré d'ouverture insuffisant : les entreprises positionnées en milieu de chaînes de valeur, et donc susceptibles de produire des biens à plus forte valeur ajoutée sont souvent gênées par l'insuffisance du tissu industriel en amont et les difficultés à importer les biens intermédiaires dont elles auraient besoin.

Au-delà d'un site de production, c'est évidemment l'immense marché intérieur que regardent les investisseurs qui s'intéressent à l'Inde. Le pays a détrôné la Chine comme première puissance démographique mondiale, mais se débat encore avec une pauvreté endémique, résumée par l'indice d'inflation : 50% de la contribution provient des prix alimentaires, qui constituent donc souvent le premier poste de dépenses des ménages.

Si l'enjeu industriel est fort, car au cœur de la stratégie de développement à moyen terme du pays, Narendra Modi ne pourra ignorer longtemps les souffrances du monde agricole, qui constitue toujours la majorité de l'électorat indien. Mais alors

que la « plus grande démocratie du monde » s'apprête à se rendre aux urnes, il n'est pas exclu que le Premier ministre continue sa campagne de répression qui a vu reculer la liberté d'expression et les droits de certaines minorités, au profit d'un discours et de mesures de plus en plus nationalistes et autoritaires. Dans ce contexte et alors que l'opposition peine toujours à se structurer et représenter une alternative forte, la répression dans la force des manifestations des fermiers est plus que probable. Leurs tracteurs aux portes de New Delhi ne font sans doute pas partie des plans de célébration de la victoire future de Modi.

**Inde : indicateur de logistique**



Sources : Banque mondiale, Crédit Agricole S.A/ECO



## Moyen-Orient et Afrique du Nord

### Égypte : ballon d'oxygène économique salubre en provenance des Émirats

C'est la bonne nouvelle économique que tout le monde attendait pour sauver l'Égypte d'un risque de défaut sur sa dette en devises. Le Premier ministre en personne, Moustafa Madbouli, vient d'annoncer un projet touristique de très grande envergure à Ras el Hikma, à 350 kilomètres au nord-ouest du Caire sur la côte méditerranéenne, et qui sera financé par les Émirats à hauteur de 35 milliards de dollars dès cette année.

Ce montant très élevé représente l'équivalent de la totalité des réserves de change du pays et presque cinq années d'investissements directs étrangers (IDE). C'est aussi 8,8% du PIB de l'Égypte (estimé à 395 Mds USD en 2023).

Ce projet global prévoit, sur les berges de l'une des plus belles plages du pays, la construction d'une ville touristique, d'un port de plaisance, d'un aéroport international et aussi d'un centre financier et tout cela en zone franche, non soumise à l'impôt.

Cet investissement majeur est apporté par l'un des fonds d'investissement lié au souverain d'Abu Dhabi, ADQ, qui va dépenser 24 milliards de dollars pour les droits de développement de la ville. Ce projet restera détenu à 35% par l'État égyptien. Pour les Émirats, le financement se fera partiellement sous forme de « *debt-equity swap* », puisque les liquidités déposées à la banque centrale seront transformées en participation en fonds propres dans le projet pour 11 milliards de dollars. L'apport de nouvelles liquidités à court terme en Égypte se fera à un cours de change encore incertain, mais très probablement après une dévaluation prochaine de la livre. Le début des travaux est prévu pour l'année 2025. Selon les autorités égyptiennes, les retombées économiques de ce projet d'envergure en termes de nouveaux IDE pourraient atteindre 150 milliards de dollars à moyen-long terme.

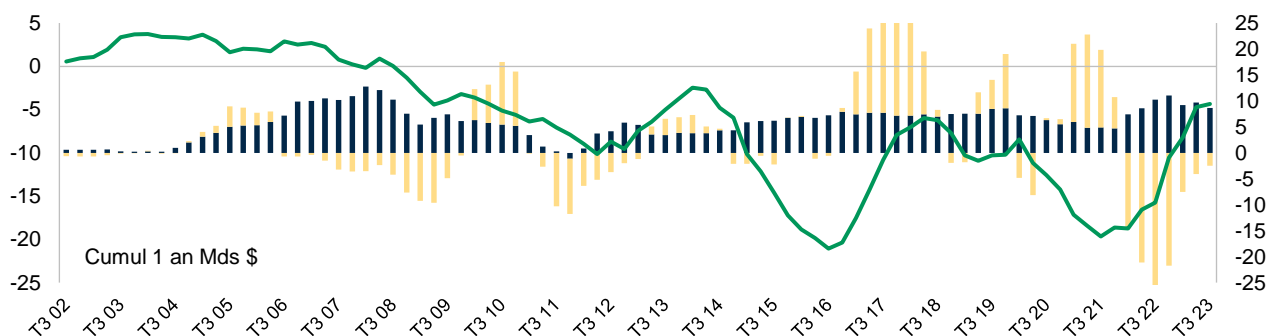
Des zones d'ombre restent toutefois à éclaircir, notamment la durée de la concession, qui est inconnue, le chiffrage des recettes estimées issues du projet et le manque à gagner fiscal pour l'État égyptien.

Par ailleurs, un autre projet d'investissement dans l'hydrogène vert vient d'être signé entre différents ministères et un consortium d'entreprises internationales. C'est également un projet de grande envergure de 40 milliards de dollars d'investissements sur dix ans qui fédère des développeurs européens (Pash Global, Smartenergy, Meridiam), asiatiques (SK Ecoplant – Corée, SCEC – Chine, UEG – Hong Kong) et nord-américaine (Amm-Power – Canada).

Enfin, deux événements macro-économiques à très court terme sont très attendus de la part des observateurs et ils sont liés entre eux. Pour le premier : la reprise des décaissements des aides du FMI et le montant révisé à la hausse (probablement de 4 à 10 Mds USD) ainsi que les nouvelles conditionnalités du prêt ; et pour le second, la prochaine dévaluation de la livre, qui devrait être imminente, et la mise en place d'un régime de change flexible (une exigence du Fonds). Actuellement à un cours officiel de 30,9 livres par dollar, la dépréciation pourrait se situer entre 42 à 50 par dollar, selon les marchés. L'ampleur de la dévaluation est essentielle pour chiffrer l'impact sur l'inflation, notamment en période de ramadan.

L'annonce de ces investissements majeurs a fortement amélioré les indicateurs de marché. On constate notamment une forte chute de la prime de risque (prix des CDS à dix ans) qui s'établit désormais à 6% au lieu de 13% auparavant.

Égypte : solde courant, investissements



Sources : CBE, Crédit Agricole S.A. ■ IDE nets (1 an, Md \$) ■ Inv. Portefeuille (1 an, Md \$) — balance courante (gche)

**Notre opinion** – Comme le précise récemment le ministère des Finances, de nombreux défis restent à relever pour l'économie égyptienne : une forte inflation et une hausse des taux qui renchérit les coûts de financement, et un accès aux financements rendu plus difficile compte tenu du contexte géopolitique tendu.

## Afrique sub-saharienne

### Le Niger accumule les dettes impayées

Depuis les lourdes sanctions économiques et financières imposées par la CEDEAO à Niamey, fin juillet 2023, les nouvelles autorités militaires n'honorent plus les engagements du pays sur le marché régional des titres publics.

En effet, à la suite du coup d'État, les frontières des pays voisins ont été fermées, les transactions financières avec les pays d'Afrique de l'Ouest ont été suspendues, les avoirs dans les banques extérieures ont été gelés et les aides financières ont été coupées.

Aujourd'hui, selon les données d'UMOA-Titres, l'agence régionale de gestion et de promotion des titres publics, le gouvernement du Niger a jusqu'ici accumulé 300 milliards de francs CFA (environ 485 millions de dollars) d'arriérés sur le service de la dette, depuis le putsch.

L'agence de notation financière, Moody's *Investors Service*, a annoncé, cette semaine, l'abaissement de la note d'émetteur à long terme du Niger en monnaie locale et en devises étrangères de « Caa2 » à « Caa3 », en raison de l'accumulation de ses dettes impayées. Néanmoins, en dépit de ces

défis, Moody's ajuste la perspective du Niger de « négative » à « stable ».

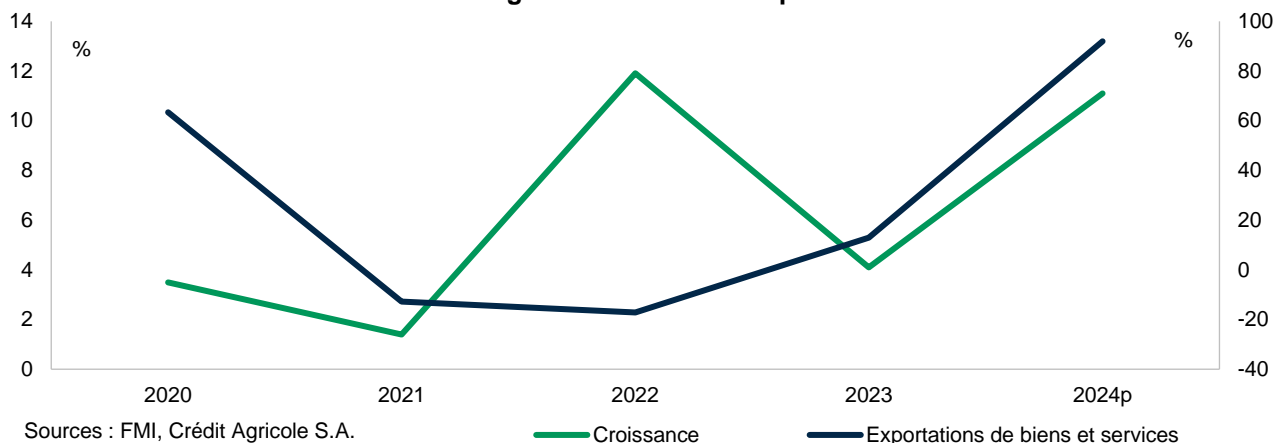
Cette révision est motivée par la récente levée des sanctions de la CEDEAO, d'une part, l'attente d'une augmentation des revenus en devises étrangères du Niger en 2024, grâce à la mise en service du *pipeline* pétrolier vers le Bénin, d'autre part.

L'oléoduc de près de 2 000 kilomètres, reliant le Niger au port de Sèmè au Bénin, inauguré en fin d'année dernière, ouvre pour la première fois la voie à l'exportation du pétrole brut nigérien sur les marchés internationaux.

La construction de cet oléoduc, dont le coût est estimé à 4 milliards de dollars, devrait permettre de porter la production pétrolière du Niger à 110 000 barils par jour, dont 90 000 barils exportés, selon le gouvernement. Avec des réserves totales estimées à 2 milliards de barils, le Niger ambitionne d'atteindre une production de 200 000 barils par jour d'ici à 2026.

Les exportations pétrolières pourraient, ainsi, représenter près d'un quart du PIB nigérien et la moitié de ses recettes fiscales à court terme.

Niger : croissance et exportations



**☑ Notre opinion** – La Banque africaine de développement (BAD), dans la dernière édition de son rapport sur les « performances et perspectives macro-économiques de l'Afrique », classe le Niger parmi les pays qui devraient enregistrer les plus fortes croissances économiques en 2024. Pour autant, ces prévisions pourraient fortement évoluer selon l'évolution du climat sécuritaire, les conséquences économiques et commerciales du retrait du Niger de la CEDEAO et, à plus forte raison, selon un éventuel retrait du Niger de l'UEMOA.

## Géo-économie : les coulisses

### Des puces au Japon et des bébés K-pop

Au pays de la mondialisation, où chacun est dépendant de tous, le problème des uns tourne vite à l'avantage des autres. TSMC vient ainsi d'inaugurer une méga usine au Japon, subventionnée à 40% par un État japonais qui cherche à profiter industriellement des tensions sino-taïwanaises. Reste à savoir si la main d'œuvre suivra sur place, dans une économie de plus en plus minée par le vieillissement. La peur que la démographie ne rattrape l'économie est forte aussi en Corée du Sud, où le gouvernement vient de lancer un vaste

programme « d'épanouissement familial » afin de relancer un taux de natalité parmi les plus bas au monde. Allez faire des bébés là-bas, c'est très rentable en ce moment : 750 dollars par mois pour un nouvel enfant. Il n'en reste pas moins que, selon le scénario médian de l'Agence de statistiques coréenne, la population devrait baisser de 51,6 millions aujourd'hui sous la barre des 40 millions en 2041. À Taïwan, la situation est exactement la même : on parle maintenant des « enfants poilus » quand on croise des chiens et chats en poussette.

### De la cuisine pékinoise...

Dans la même région, la cuisine pékinoise continue à mijoter en mer de Chine, qui fait irrésistiblement penser à cette recette bien connue des Azéris : la géopolitique du salami, consistant à grignoter un territoire par petits bouts. Résumons : le 31 janvier, la trajectoire de la route aérienne civile M503, qui passe près de la ligne médiane, est modifiée par Pékin, et ce n'est pas rien puisqu'il s'agit de l'un des espaces les plus chargés en risque géopolitique du monde. En bas, sur mer, cela bouge aussi, du côté de l'archipel Kinmen, ces douze « îles périphériques » de Taïwan, de la taille du Lichtenstein, dont deux seulement sont peuplées par 137 000 per-

sonnes. Surtout, des îles qui sont à 10 kilomètres de la ville de Xiamen (capitale du Fujan, ex-fief du gouverneur régional Xi *himself*), mais à 150 kilomètres des côtes de Taiwan (plus loin, donc)... Le 15 février dernier, deux pêcheurs chinois se sont noyés, pourchassés par les Taïwanais, parce qu'ils étaient entrés dans les eaux restreintes de Taïwan. En représailles, les Chinois ont arraisonné le 19 février un bateau touristique taïwanais qui se dirigeait vers les îles Kinmen. Et suite à ces incidents, les gardes côtes de Fujan ont déclaré que les bateaux dans les eaux sud de Kinmen seraient régulièrement inspectés.

### ... à la soupe au salami

Tous les ingrédients de la soupe au salami sont donc réunis : manœuvres dans la « zone grise », en dessous du seuil de la guerre ; rôle des bateaux de pêche, qui servent autant de point d'entrée que de surveillance des territoires maritimes contestés ; lignes de *statu quo*... Et bien sûr, les risques d'incidents qui vont avec des eaux maritimes surchargées. En fait, la pression monte sur Taïwan qui doit maintenir l'équilibre des forces et la crédibilité de la dissuasion, sans engager de montée aux extrêmes. Quant aux habitants de Kinmen, ils auront peut-être aussi leur rôle, mais en tenant d'un effet générationnel polarisant : les plus âgées sont proches du continent tandis que les jeunes sont attirés par Taïwan, où ils font leurs études.

Cela dit, la soupe a besoin aussi d'un dernier ingrédient, dont on redécouvre régulièrement le côté épicé si particulier : ces visites américaines qui agacent Pékin. Celle de N. Pelosi avait déclenché le passage de drones chinois au-dessus des Kinmen, abattus en août 2022 par Taïwan. Voilà à présent Mike Gallagher, président de la Commission spéciale de la Chambre des Représentants sur le parti communiste chinois, chargé d'apaiser les craintes liées à une élection de D. Trump ou aux scénarios de blocage du type de ce qui arrive à l'Ukraine. M. Gallagher a donc réitéré la position bipartisans du congrès sur Taïwan, et a évoqué des co-productions sur l'île, pour parer à toutes difficultés de livraisons d'armes (liées notamment à des problèmes de chaîne de valeur).

### Pendant ce temps, les souris dansent...

Pendant que les trois fronts ukrainien, gazaouite et taïwanais occupent les énergies stratégiques, les pions géopolitiques se déplacent vite sur les axes sud-sud. Il faut dire que certains États ont mieux compris que les autres que le temps de l'alignement unilatéral était mort, et que les alliances se feraient désormais « à la carte », selon les sujets et selon les régions. C'est bien sûr le cas de la Turquie, dont l'économie s'est géopolitisée depuis longtemps, et

dont la politique étrangère marche main dans la main avec la diplomatie des drones. Et il faut dire qu'Ankara sait plutôt bien pousser ses pions sur le domino de la fragmentation géopolitique. Pour preuve, le marchandage de l'intégration de la Suède dans l'Otan, enfin rendue possible par la ratification du Parlement turc, ce qui débloquent la reprise des livraisons de F16 américains.

 **La diplomatie turque nous dépasse ?**

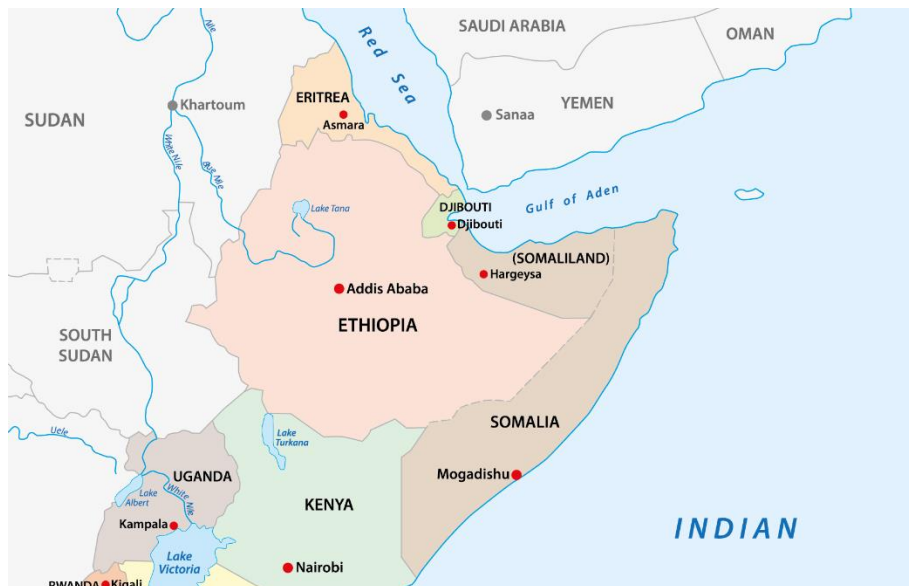
La relation américano-turque avait pourtant été compliquée cette année par les positions anti-israéliennes d'Erdogan, mais la rencontre avec A. Blinken, de janvier dernier a dû aider. Du côté africain, en revanche, les Américains sont plutôt contents de voir se développer l'influence turque. Et à lire les rapports stratégiques des cercles proches de l'OTAN, ils ne sont pas les seuls : l'OTAN compte visiblement sur les Turcs pour assurer en Afrique le relais de l'influence française en chute libre. Or, cette

influence se développe vite, qui mélange *soft* et *hard power*. Selon le nouveau classement *Diplomacy Index* du *Lowy institute*, la Turquie vient donc de dépasser la France et le Japon comme « acteur diplomatique influent », juste derrière les poids lourds chinois et américains. Ankara a désormais 252 missions diplomatiques dans le monde, contre 274 et 271 respectivement pour Pékin et Washington.

 **Et de l'autre côté du golfe d'Aden...**

La relation turque avec la Somalie est une très bonne illustration du jeu des puissances dites secondaires sur des terrains très stratégiques : attention, car on parle là de la reconfiguration des alliances autour de la mer Rouge ! Ainsi, la récente signature d'un accord de défense dans le domaine maritime entre les deux pays vient parachever une relation débutée en 2011, qui s'est lentement déployée de l'économie à la coopération culturelle (notamment *via* des ONG ou des institutions religieuses), en passant par la construction et la gestion d'infrastructures stratégiques, notamment ports et aéroports. Mais cet accord intervient dans un moment stratégique régional tendu, après la signa-

ture d'un protocole entre le gouvernement éthiopien et le Somaliland, qui donne un accès à la mer à l'Éthiopie. Cet accord a été dénoncé comme une violation de sa souveraineté par la Somalie, soutenue par les États-Unis, l'UE (eh oui, la Somalie fait partie du *Global Gateway Initiative*), l'Égypte et la Turquie bien sûr. Sauf que voilà, l'Éthiopie est soutenue par les Émirats arabes unis, ce qui risque de tendre à nouveau la relation avec Ankara. Gageons néanmoins que les Émirats ont les leviers nécessaires pour discuter en bonne position de tout cela, puisqu'ils sont des investisseurs de plus en plus importants aussi bien en Turquie qu'en Somalie...

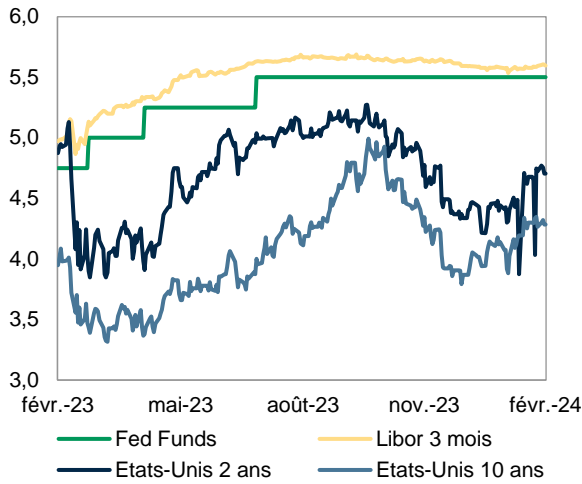


Source : Getty Images

## Tendances à suivre

### Taux d'intérêt en dollar américain

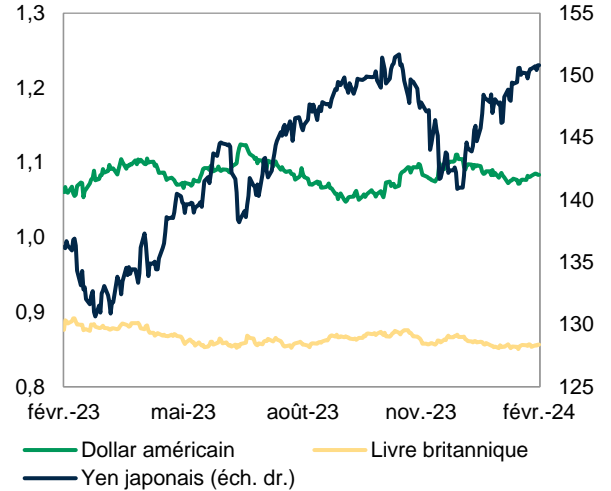
%, interbancaire (Londres) et souverains (États-Unis)



Source : Thomson Reuters

### Taux de change des principales devises

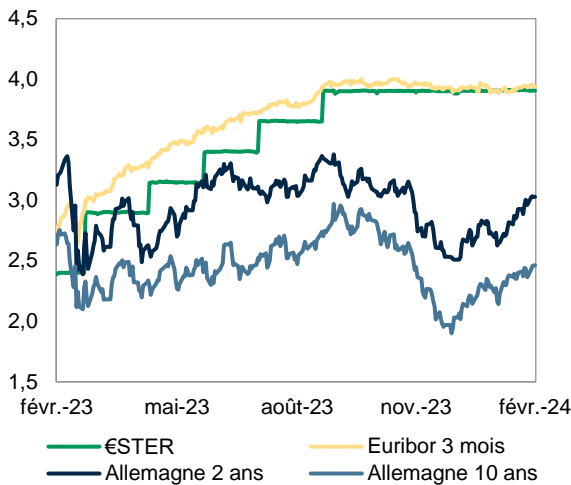
EUR/USD, EUR/GBP et USD/JPY



Source : Thomson Reuters

### Taux d'intérêt en euro

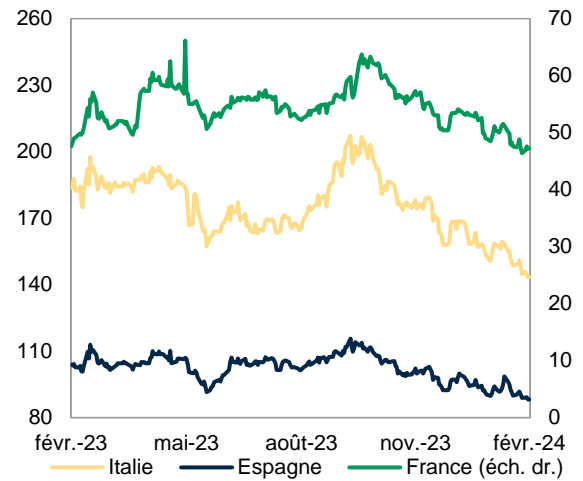
%, interbancaires (Londres) et souverains (Allemagne)



Source : Thomson Reuters

### Spreads souverains européens avec le Bund

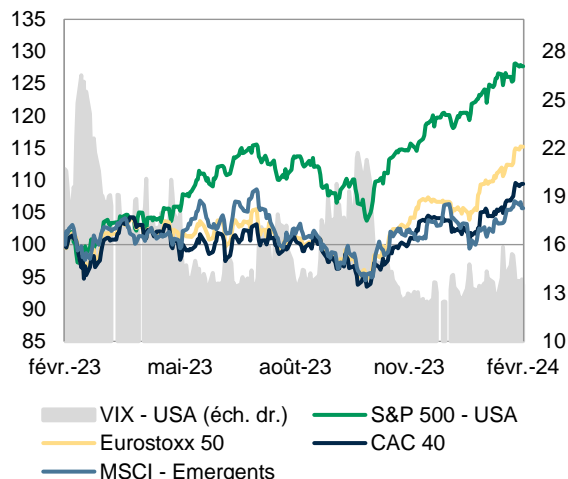
Pdb, dette en EUR à dix ans



Source : Thomson Reuters

### Marché actions

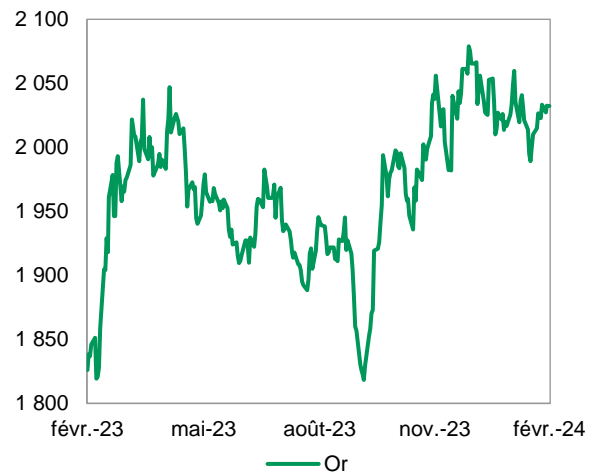
Indice boursiers (100 = début de période) et volatilité VIX



Source : Thomson Reuters

### Cours de l'once d'or

USD/Once troy (Londres)



Source : Thomson Reuters



### Spreads souverains émergents avec le T-Bond

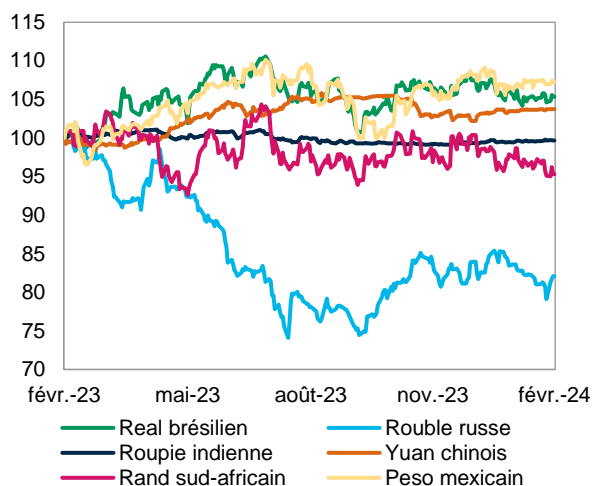
Indices EMBI+ (pdb, dette en USD de plus d'un an)



Source : JP Morgan

### Devises émergentes

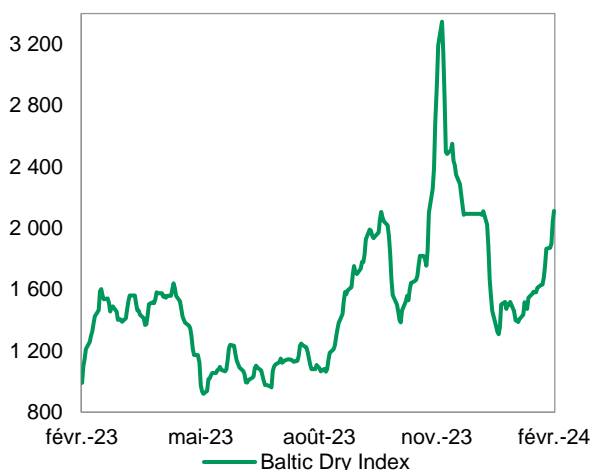
/USD (indice 100 = début de période)



Source : Thomson Reuters

### Coût du transport maritime de vrac sec

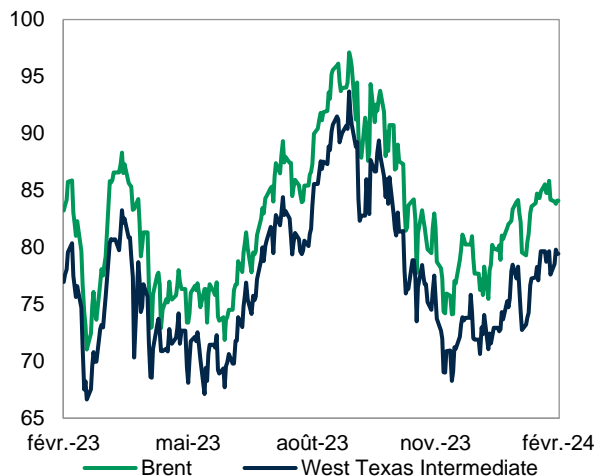
Baltic Dry Index (USD/point)



Source : Baltic Exchange

### Cours du baril de pétrole brut en USD

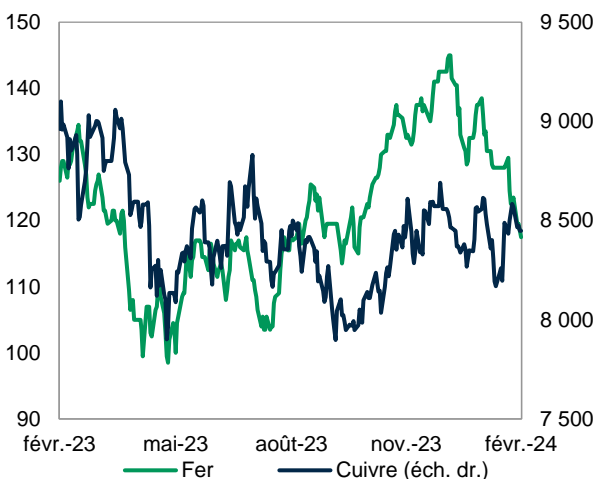
Brent (mer du Nord) et WTI (golfe du Mexique)



Source : Thomson Reuters

### Cours des métaux

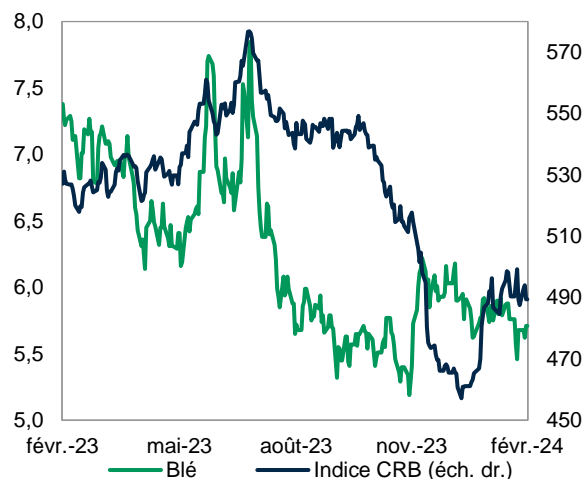
USD/tonne métrique



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
26/02/2024	<u>France – Le taux d'endettement des agents non financiers est-il préoccupant ?</u>	France
22/02/2024	<u>Nigeria – Un pays en proie à de multiples défis</u>	Afrique sub-saharienne
21/02/2024	<u>Indonésie – Adoubé par Jokowi, le général Subianto s'impose facilement dans les urnes</u>	Asie
20/02/2024	<u>France – Des créations d'entreprises toujours vigoureuses en 2023</u>	France
19/02/2024	<u>L'économie britannique est tombée en récession au T4-2023</u>	Royaume-Uni
16/02/2024	<u>Monde – L'actualité de la semaine</u>	Monde
15/02/2024	<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>	Asie

### 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)

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

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

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

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

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