

Perspectives

Hebdomadaire – N°24/063 – 8 mars 2024

MONDE – L'actualité de la semaine

☞ Des marchés financiers dans l'expectative de convictions plus solides des banquiers centraux !	2
☞ France : Journée des Femmes, des inégalités qui persistent en dépit d'avancées	3
☞ Allemagne : des négociations cruciales pour la reprise du pouvoir d'achat	5
☞ Italie : les deux faces de la même pièce	6
☞ Espagne : l'emploi résilient en février	7
☞ Royaume-Uni : de nouveaux cadeaux fiscaux dans le budget de mars 2024	9
☞ Chine : deux sessions, une cible de croissance et beaucoup de questions	11
☞ Afrique du Sud : une économie au ralenti avant les élections de mai	13
☞ Géo-économie : tensions et recompositions	15

👉 Des marchés financiers dans l'expectative de convictions plus solides des banquiers centraux !

Les marchés financiers se sont concentrés sur l'audition semestrielle du président de la Fed devant le Congrès, ainsi que sur les annonces de politique monétaire de la BCE et ses nouvelles projections économiques, et, plus subsidiairement, sur les résultats quelque peu attendus du « *Super Tuesday* ».

Lors de son audition au Congrès, Jerome Powell a déclaré que la Réserve fédérale « n'était pas loin d'obtenir la confiance nécessaire dans la baisse de l'inflation pour commencer à réduire ses taux d'intérêt » mais « qu'il n'était pas certain que la Fed parvienne à atteindre son objectif de 2% ». Ce message très prudent s'explique par la résistance de la croissance américaine et par les craintes sur la poursuite des progrès en matière de réduction d'inflation. Alors que la Fed ne s'est engagée sur aucune date, les investisseurs y ont pourtant décelé un motif d'optimisme : l'absence de calendrier ne contrarie pas encore leurs paris de première baisse en juin. Sur le plan de la politique intérieure, le président Biden et l'ancien président Trump ont tous deux remportés mardi les primaires de leur parti qui se déroulaient dans pas moins de quinze États, les conduisant ainsi sans grande surprise vers une âpre course à la présidentielle. Enfin, l'indice américain ISM des services s'est tassé au mois de février, atteignant 52,6 points (soit une chute de 0,8 pt sur le mois) mais demeure en zone d'expansion tandis que l'indice sous-jacent de l'emploi a basculé en zone de contraction à 48 pts (50,5 pts le mois précédent) suggérant une réduction du nombre de travailleurs dans les entreprises. Toutefois, les nouvelles commandes dans les activités de services ont augmenté à 56,1 points, soit leur plus haut niveau depuis le mois d'août. Ce constat mitigé reflète le risque d'un ralentissement erratique de la croissance américaine, traversée à la fois par une inflation plus rigide et une résistante assez forte des comportements de consommation en dépit du resserrement monétaire à l'œuvre.

Quant à la Banque centrale européenne, elle a maintenu ses taux directeurs inchangés mais laissé entendre qu'une première baisse de taux était possible en juin sous réserve que la croissance des salaires ralentisse suffisamment d'ici là. Une esquisse prudente de calendrier qui s'explique par une désinflation bien orientée et, surtout, un ralentissement de la croissance plus marqué qu'aux États-Unis. L'institution a révisé à la baisse ses prévisions de croissance et d'inflation, à respectivement 0,6% et 2,3% cette année, contre 0,8% et 2,7% précédemment.

En Chine, le responsable de la planification économique a déclaré que l'objectif annoncé de croissance économique de 5% pour cette année était réalisable, précisant que les autorités allaient intensifier les ajustements de politique économique afin de consolider la croissance. En parallèle, l'activité manufacturière chinoise s'est contractée pour le cinquième mois consécutif en février tandis que l'activité non manufacturière, portée surtout par la reprise du tourisme, n'a que faiblement augmenté. Par ailleurs, une demande de liquidation a été déposée contre le promoteur immobilier « *Country Garden* » par l'un de ses créanciers dans le but d'entamer rapidement des négociations de restructuration de sa dette. Ces événements confortent les doutes sur les perspectives officielles de croissance et soulignent une érosion grandissante de la confiance des investisseurs.

Dans ce contexte d'inflation en recul et d'une première baisse de taux d'intérêt qui se précise en Europe, les taux souverains allemands de courte et longue maturité ont chuté tous deux de plus de dix points de base cette semaine. Aux États-Unis, seul le rendement à dix ans a connu un recul équivalent, le rendement à deux ans ne baissant que faiblement. En effet, les investisseurs anticipent dorénavant un calendrier de baisse des taux en zone euro plus avancé qu'aux États-Unis. Les primes de risques italienne et espagnole face au Bund se sont resserrées respectivement de 15 et 8 points de base alors que le *spread* français n'enregistrait qu'un repli de 4 pb. La devise européenne s'est modestement appréciée, de 0,9% face au dollar. Les marchés actions mondiaux ont poursuivi leur ascension et atteint de nouveaux sommets. Le CAC40 dépasse ainsi la barre historique des 8 000 points (+1,2% sur la semaine) et le S&P500 est au-dessus des 5 100 points (+0,4%), tandis que l'*Eurostoxx* gagne 1,8% sur la semaine. Enfin, le prix du baril de pétrole en mer du Nord est resté stable en dépit de l'annonce des pays de l'Opep+ de prolonger leurs réductions volontaires de production de pétrole de 2,2 millions de barils par jour jusqu'à la fin du deuxième trimestre de l'année.

Zone euro

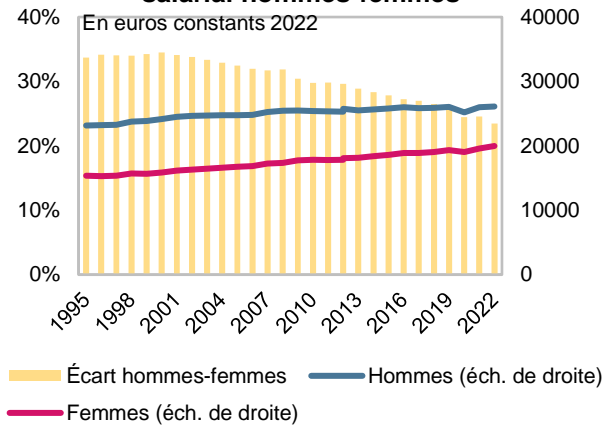
France : Journée des Femmes, des inégalités qui persistent en dépit d'avancées

Alors que la France est le premier pays à avoir inscrit le droit à l'avortement dans sa Constitution lundi 4 mars, cette Journée des Femmes du vendredi 8 mars 2024 est marquée par des avancées, surtout symboliques ou partielles. Cette modification constitutionnelle avec une « liberté garantie » de recours à l'interruption volontaire de grossesse (IVG) change en effet peu de choses au droit des femmes en France. Le recours à l'IVG y a en effet été dépenalisé en 1975 avec la loi « Veil », ce droit a depuis été élargi par différentes lois, et ne semblait pas particulièrement menacé en France. On peut toutefois souligner le message, alors qu'Emmanuel Macron avait fait des inégalités femmes-hommes la grande cause de ses quinquennats. Cette semaine, l'Insee et la Banque de France ont d'ailleurs aussi profité de l'occasion de la Journée des Femmes en publiant des études sur les inégalités de genre, de quoi établir leur matérialité.

L'Insee a publié une [étude](#) sur les écarts de salaire entre femmes et hommes dans le secteur privé en 2022¹. Si les inégalités de salaires entre sexes se réduisent, elles persistent, avec des écarts y compris à temps de travail équivalent et poste comparable. Le revenu salarial net des femmes (avant prélèvement de l'impôt sur le revenu) s'élève ainsi à 19 980 euros dans le secteur privé en 2022, inférieur de 23,5% à celui des hommes (26 110 euros). Cet écart s'explique en partie par un volume de travail plus faible pour les femmes (moins souvent en emploi que les hommes, et plus fréquemment à temps partiel quand elles sont en emploi), d'environ 10%, mais l'écart de salaire à temps de travail équivalent (en EQTP²) reste substantiel (14,9%), même s'il a été réduit de plus de 7 points depuis 1995. Il s'explique également par des professions exercées par les femmes différentes de celles des hommes (type d'emploi et secteur d'activité) – on parle alors de « ségrégation professionnelle » – qui ne permettent pas aux femmes d'accéder aux postes les plus rémunérateurs. À poste comparable (même profession, même employeur), l'écart salarial entre hommes et femmes en EQTP est ainsi réduit à 4%. Si cet écart pose question, l'Insee précise qu'il ne peut pas être considéré comme une discrimination car il n'est pas corrigé des caractéristiques non observées (expérience, ancienneté dans l'entreprise, diplôme), qui peuvent jouer dans un sens comme dans l'autre. L'étude révèle par ailleurs un écart salarial en EQTP entre sexes croissant avec l'âge, la taille de l'entreprise et le nombre d'enfants. Cet écart salarial est aussi plus élevé dans les services mixtes, qui constituent les activités

les plus rémunératrices (information-communication, services financiers et immobiliers).

Revenus salariaux moyens et écart salarial hommes-femmes



Derniers points : 2022 ; salariés travaillant principalement dans le secteur privé

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

Dans un [billet](#) de son Bloc-notes Éco ce vendredi 8 mars, la Banque de France revient aussi sur les différences de rémunérations entre femmes et hommes, en se penchant sur leurs causes et l'évolution de celles-ci entre 2002 et 2019. L'écart de rémunération journalière brute³ selon le genre s'est ainsi réduit de 30% à moins de 20% sur la période. Cet écart s'explique là aussi par une différence de volume de travail journalier, lié en particulier au temps partiel, avec un écart abaissé à 18% par heure travaillée en 2002, et qui a diminué à 11,5% en 2019. La contribution du volume de travail à l'écart de rémunération journalière, significative, reste en revanche relativement stable sur la période. Le deuxième facteur explicatif est celui de la ségrégation professionnelle, déjà mentionnée. Cette composante « profession » joue toujours un rôle dans les écarts de rémunération en 2019, mais sa contribution aux écarts de rémunération est passé d'un tiers au début des années 2000 à un cinquième à la veille de la crise sanitaire, en 2019. Les femmes occupent en effet de manière croissante des emplois mieux rémunérés (elles sont d'ailleurs en moyenne plus qualifiées que les hommes aujourd'hui). Après prise en compte de ces deux premiers facteurs, l'écart de rémunération femme-homme reste considérable (9,3% en 2019). Le dernier facteur exploré par la Banque de France est celui de l'entreprise, avec deux composantes distinctes : inter-entreprises (si les femmes travaillent dans des entreprises ou secteurs moins rémunérateurs à tâches et responsabilités similaires) et intra-entreprises (si les femmes sont moins bien

¹ Nous avons déjà commenté dans [une précédente note](#) les premiers résultats (généraux) des salaires dans le secteur privé en 2022.

² Équivalent temps plein

³ Revenus bruts annuels rapportés au nombre de jours travaillés

rémunérées que les hommes au sein d'une même entreprise, en raison de tâches et responsabilités différentes pour une même profession, ou pour cause de négociation ou de discrimination). La composante inter-entreprises est faible, et elle s'est réduite sur la décennie 2010, car les femmes sont présentes de manière croissante dans les secteurs les plus rémunérateurs et les entreprises les plus rémunératrices au sein de chaque secteur. L'écart intra-entreprises est en revanche important sur l'ensemble de la période (de 10% en 2002 à 8% en 2019). S'il est difficile d'isoler précisément la composante négociation/discrimination de celle de tâches et responsabilités différentes entre genres à profession donnée, l'écart salarial pour un travail équivalent se situerait entre 1% et 4%, soit 10% à 40% de l'écart salarial horaire total en France en 2019 ! La Banque de France conclut sur le rôle des politiques publiques, avec notamment en France depuis la réforme de transparence salariale de 2019 la mise en place de l'« Index de l'Égalité Professionnelle entre les Femmes et les Hommes », que les entreprises de plus de 50 salariés sont tenues de publier régulièrement. Si ce genre de mesure est utile, les auteurs en appellent à des mesures ciblant non seulement les écarts de rémunération au sein des entreprises, mais aussi la flexibilité de la demande de travail et les mobilités inter-professionnelle, inter-fonctionnelle, inter-sectorielle et inter-entreprises.

Dans un récent [article](#), l'économiste Gilbert Cette, président du Groupe d'experts sur le SMIC, fait pour sa part un état des lieux de la pauvreté laborieuse, égrainant au passage ses recommandations sur le sujet. Il rappelle notamment que les deux principaux facteurs de pauvreté des travailleurs sont le nombre d'heures travaillées et la situation familiale. Les personnes à temps partiel et les familles monoparentales sont donc particulièrement à risque. Or, plus d'une femme salariée sur quatre est à temps partiel en 2022, contre moins d'un homme salarié sur dix d'après la [Dares](#), et 82% des familles monoparentales en 2020 sont des femmes résidant avec leurs enfants d'après l'[Insee](#). Même si le temps partiel est parfois choisi, les femmes apparaissent donc plus exposées à la pauvreté laborieuse. L'auteur en appelle ainsi à des dispositifs de lutte contre le temps partiel subi et de soutien à la garde d'enfant, afin de combattre la pauvreté laborieuse.

Dans un [deuxième billet](#) de son Bloc-notes Éco ce vendredi 8 mars, la Banque de France propose une analyse des différences femmes-hommes face au choc inflationniste récent. Les femmes ont des perceptions d'inflation sensiblement plus élevées que les hommes : toutes choses égales par ailleurs⁴, l'inflation perçue par les femmes était supérieure d'1,6 point à celle perçue par les hommes en 2022, et d'1,1 point en 2023. Leurs anticipations d'inflation à un an sont également plus élevées que celles des hommes (+1 point en 2022 et +1,1 point en 2023). Ce fait n'est pas spécifique à la France, et un écart similaire de perception d'inflation s'observe dans de nombreux pays, et a été mis en évidence pour la première fois il y a plus de quarante ans. La Banque de France l'explique tout d'abord par une expérience différente des achats quotidiens entre genres. En effet, les perceptions d'inflation des individus sont généralement extrapolés de leur expérience personnelle, et ces perceptions leur servent ensuite pour former leurs anticipations d'inflation. C'est ainsi que les ménages se souviennent davantage des prix de leurs achats fréquents comme l'alimentation ou les carburants. Leur esprit est aussi davantage marqué par les hausses que par les baisses de prix. Cette réflexion met en lumière une autre inégalité du quotidien : les femmes sont encore majoritairement en charge des tâches ménagères au sein du couple, et notamment le fait de faire les courses et les repas ([étude de la DREES](#) sur les stéréotypes de genre). La forte hausse des prix alimentaires en 2022 et 2023 a ainsi davantage affecté les perceptions et anticipations d'inflation des femmes. Cette différence les a conduites à modifier davantage leur comportement : en octobre 2023, 79% des femmes déclarent avoir modifié leur comportement d'achat en réponse à l'inflation, contre 67% des hommes, avec 73% de femmes qui se restreignent contre 62% d'hommes. La Banque de France souligne également que les marges d'ajustement diffèrent entre femmes et hommes concernant leurs ressources : en 2023, seules 53% des femmes déclarent avoir pu mettre de l'argent de côté chaque mois contre 61% des hommes, et elles sont 16% à avoir pu compter sur une hausse de leur rémunération, contre 22% des hommes. Les femmes ont ainsi dû plus fréquemment vendre des objets, utiliser des solutions de paiement en plusieurs fois, piocher dans leur épargne ou utiliser leur découvert autorisé pour ajuster leur budget en période d'inflation.

☑ Notre opinion – Si la réduction des inégalités femmes-hommes est en bonne voie, notamment en matière salariale, il reste de nombreuses marges de progression, y compris dans notre pays.

Sur le plan politique, force est de constater que la représentativité n'y est pas toujours. IVG dans la Constitution ou pas, nous ne sommes pas dupes. La proportion de ministres femmes a bien augmenté et on peut même parler de parité désormais, mais celle-ci reste une parité de façade. Élisabeth Borne, nommée Première ministre en mai 2022, était ainsi seulement la deuxième femme à atteindre cette fonction

⁴ Après correction des différences socio-démographiques comme l'âge, le niveau de diplôme ou de connaissances globales en économie.

en France (après Edith Cresson, 1991-1992). Dans une interview ce vendredi 8 mars, elle dénonce d'ailleurs un sexisme « insidieux » en politique. Les ministres à la tête des ministères régaliens sont en outre en très grande majorité des hommes, un point qui avait été soulevé par le [Haut conseil à l'égalité entre les femmes et les hommes](#) concernant le premier Gouvernement Borne, avec une proportion qui atteint même 100% pour le Gouvernement Attal. Sans parler de la fonction la plus haute, celle de président, qui n'a jamais été occupée par une femme.

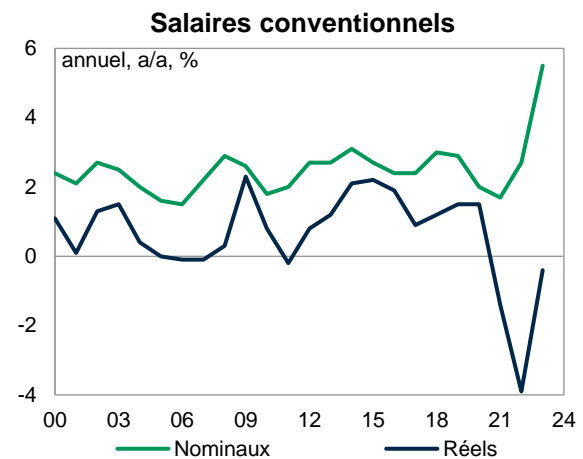
 **Allemagne : des négociations cruciales pour la reprise du pouvoir d'achat**

Les négociations collectives menées par les syndicats affiliés à la Confédération allemande des syndicats (DGB) concerneront près de 12 millions de salariés en 2024, selon les calculs de l'Institut de recherche économique et sociale (WSI). Cependant, il y a des négociations en cours depuis l'année dernière qui n'ont pas encore abouti à un accord. C'est le cas par exemple des salariés du secteur public des régions depuis octobre, ou de l'industrie métallurgique depuis novembre.


Parmi les conventions collectives notables qui expireront en 2024 figurent le secteur de la construction (731 000 salariés) en mars, le secteur bancaire (205 000 salariés) en mai, l'industrie chimique (585 000 salariés) en juin, l'industrie métallurgique et l'industrie électrique (3 639 000 salariés, le plus grand secteur de convention collective en Allemagne) en septembre, Volkswagen (100 000 salariés) en novembre, le secteur public fédéral et municipal (2 442 000 salariés) et la Deutsche Post (160 000 salariés) en décembre. Concernant les négociations des salariés de la construction, dont la convention collective expire en mars, le principal syndicat du secteur (IG BAU) réclame une augmentation mensuelle de 500 euros pendant 12 mois pour les 731 000 employés représentés.

L'une des mesures les plus utilisées dans les accords conclus en 2023 a été la prime de compensation de l'inflation, qui entraîne des coûts inférieurs (et surtout temporaires) à ceux des

augmentations de salaire. D'autre part, ce type d'indemnisation forfaitaire a particulièrement bénéficié aux employés à bas salaires. Néanmoins, les primes de compensation de l'inflation peuvent constituer une contrepartie importante à court terme, mais pas de façon permanente.

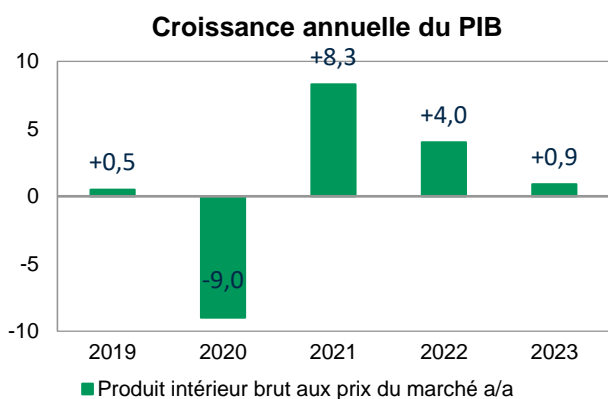


Le pouvoir d'achat des salaires soumis aux conventions collectives en Allemagne a baissé de 6% fin 2023, selon les données du WSI, en raison de la forte hausse des prix à la consommation. Les augmentations nominales de 2,7% en 2022 et de 5,5% en 2023 n'ont pas suffi à compenser une inflation de 8,7% en 2022 et de 6,0% en 2023.

 **Notre opinion** – Des augmentations significatives des salaires réels sont attendues lors des prochains cycles de négociations collectives pour compenser les pertes de salaires réels. La reprise de l'économie prévue pour le deuxième semestre 2024 devrait être favorisée par la baisse de l'inflation ainsi que par la hausse des salaires et une augmentation du pouvoir d'achat. Même si la croissance des salaires nominaux était légèrement inférieure aux gains de 2023, les gains de pouvoir d'achat seraient plus importants.

 **Italie : les deux faces de la même pièce**

L'année 2023 a enregistré une croissance du PIB de 0,9%, selon l'Istat, marquant une nette décélération par rapport à 2022 (4,0%). Cette estimation, issue de la clôture des comptes en fin d'année, dépasse cependant le consensus initial de 0,7%, grâce notamment à la performance positive du quatrième trimestre (+0,2% par rapport au précédent). Durant cet exercice, l'Istat a aussi révisé à la hausse la croissance de 2022, passant d'une estimation de 3,7% à 4%.



Source : Istat, Crédit Agricole S.A. / ECO

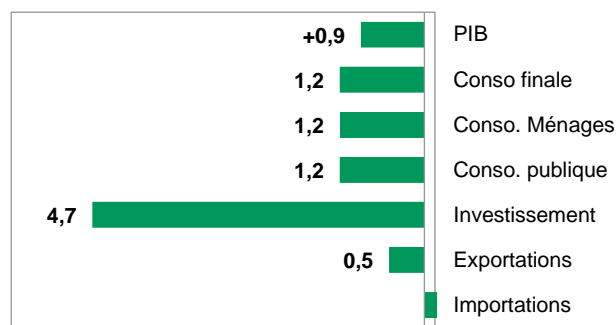
Dans l'ensemble, la croissance a été stimulée par la demande intérieure nette des stocks, avec des contributions égales de la consommation (+1%) et de l'investissement (+1%). La contribution de la demande extérieure nette a été légèrement positive, tandis que la variation des stocks a retiré 1,3 point de pourcentage à la croissance.

En détail, la consommation des ménages a progressé de 1,2%, tirée par les services dont les dépenses ont augmenté de 3,8%, alors que celles en biens ont reculé de -1,2%. Les dépenses dans les biens alimentaires, pénalisées par une hausse des prix de 10% en 2023, ont reculé quant à elles de 0,8% après une baisse déjà marquée de 3,1% en 2022. Les achats de biens semi-durables, tels que l'habillement, et d'électroménager ont également diminué de -6% et -5,6%. La recomposition en faveur des services, initiée en 2021, se poursuit avec une croissance des dépenses en hôtellerie et restauration en hausse de 5,4%, malgré une inflation à 7%, ainsi qu'une croissance des dépenses en services récréatifs de 4,2%. Enfin, le poste de dépenses dédié aux transports enregistre la plus forte augmentation, progressant de 7%.

Parallèlement, l'investissement a augmenté de 4,7% au cours de l'année. Bien que toujours robuste, cette croissance est nettement inférieure aux tendances enregistrées aux cours des deux années précédentes, résultat de l'impact cumulé du ralentissement de l'activité et du resserrement des conditions monétaires. La composante transport se démarque cependant avec la plus forte progression, enregistrant une croissance de 23% par rapport à 2022 et contribuant à la formation brute de capital

fixe à hauteur de 0,3 point de PIB. Après deux années de difficultés, l'investissement en transport clôture la phase de rattrapage des pertes enregistrées pendant la période de pandémie, avec un niveau supérieur à celui de 2019 de 7%, alors qu'il était encore en recul de 13% en 2022. L'investissement productif, tant matériel (+3,2%) qu'immatériel (+5,4%), progresse également, soutenu notamment par les subventions incluses dans le dispositif *Industria 4.0* visant à accélérer la digitalisation des entreprises. Enfin, la construction ralentit par rapport au pic enregistré au cours de la période 2021-2022, avec une hausse de 3,2% en 2023, mais elle contribue à hauteur de 0,2 pp toujours tirée par la composante logement.

Composantes de la demande en 2023
(croissance annuelle a/a%)



Source : Istat, Crédit Agricole S.A. / ECO

Enfin, les comptes extérieurs semblent avoir joué un rôle mineur dans ce tableau, avec une progression des exportations anémique et un léger recul des importations qui a permis une modeste contribution des comptes extérieurs à la croissance.

Côté offre, l'année noire pour l'agriculture et l'industrie se confirme, avec un repli de 2,5% pour le premier et de -0,1% pour le second. Dans l'industrie au sens large, ce sont les activités d'extraction qui enregistrent un net repli, tandis que l'industrie manufacturière connaît une croissance à peine positive. Cette performance est compensée par le secteur de la construction, dont la valeur ajoutée augmente de 3,9% sur l'année. Pour ce qui est des services, se distinguent les télécommunications, les activités immobilières et les activités liées aux « Arts, spectacles et activités récréatives ».

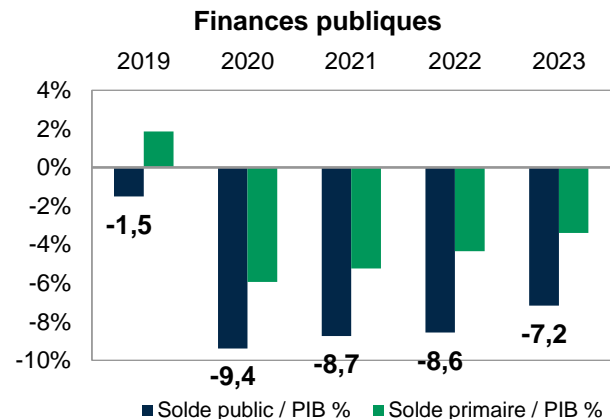
Le déflateur du PIB augmente de 5,2% en 2023, contre une hausse de 3,6% en 2022. Dans le même temps, le déflateur des importations, qui avait atteint 21,5% en 2022, recule de 5,7% au cours de l'année, témoignant de la détente notamment des prix de l'énergie représentant 17% des achats à l'étranger en 2023. Le déflateur de la consommation progresse de 3,8%, tandis que celui de l'investissement recule de -0,8% en 2023.

Tenant compte de ces nouvelles révisions, le niveau du PIB par rapport à celui d'avant le choc pandémique (2019) augmente de 3,5%. La récupération est principalement imputable à la reprise de l'investissement, qui en 2023 reste supérieur de 26% à celui de 2019 grâce à une hausse de l'investissement en construction de +38%. Le niveau de la consommation des ménages est également au-dessus du niveau pré-pandémique, mais seulement de 1,1%.

La clôture des comptes de 2023 permet également de dresser un bilan des finances publiques pour cette année. Parmi les faits marquants : une estimation du déficit public à 7,2%, en hausse de 2 points de PIB par rapport à ce qui avait été initialement prévu dans le cadre de la mise à jour du rapport économique et financier de septembre, de même qu'une contraction du ratio de dette publique à 137,3% (contre 140,2%). Dans les faits, les recettes de l'État ont été plutôt performantes, augmentant de 6,4% contre une croissance initialement prévue de 4,9%. Elles ont été tirées par les impôts directs dont les recettes ont crû de 10,4% (contre une prévision de 6,3%). Du côté des dépenses, la hausse des dépenses courantes a été maîtrisée par rapport à l'estimation faite dans la Nadef (de +1,8% contre 1,9% en réalisé). En effet, ce sont les dépenses en capital qui font flamber l'addition. Initialement estimées à 12,2%, ces dernières ont augmenté de 15% en 2023, tirées aussi bien par les dépenses en subvention (+23%) que par les dépenses d'investissement public (+25%). En définitif, les dépenses d'investissement ont atteint 186 milliards d'euros au cours de l'année, entraînant une hausse du total des dépenses de l'État de 3,8% sur l'exercice comptable de l'année.

Derrière ces chiffres se cachent un succès mal estimé de deux dispositifs de subvention : le *Super bonus* et l'*Industria 4.0*.

En dépit des changements apportés au dispositif de subventions au secteur de la construction, tels que le gel de la transférabilité des créances, le coût du super bonus devrait atteindre 70 milliards d'euros en 2023 selon certaines estimations, alors même que le dispositif avait absorbé 55 milliards d'euros en 2022. Il en est de même pour les subventions en direction des entreprises, avec un surcoût estimé entre 3 et 4 milliards d'euros.



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

La croissance des dépenses d'investissement, en partie compensée par la hausse des recettes, entraîne également une révision à la hausse du déficit primaire par rapport à l'estimation du gouvernement, passant de 1,5% pour 2023 à un déficit réalisé de 3,4%.

☑ Notre opinion – Une année en demi-teinte et un bilan des finances publiques douloureux, c'est en résumé ce qu'on peut retenir de l'année 2023. La croissance était certes meilleure qu'attendu avec une estimation à 0,9% malgré une inflation encore élevée de 5,3% sur l'année. La demande intérieure a été robuste. Bien qu'il ait ralenti, l'investissement s'est montré résilient au choc de taux. D'un autre côté, le marasme industriel se confirme aussi bien à travers les faibles performances de la valeur ajoutée du secteur qu'à travers l'important mouvement de déstockage qui a coûté près de 1,2 pp de croissance au PIB. Les effets de rattrapage post-Covid semblent s'être complètement dissipés à l'exception du secteur des transports qui clôt sa phase de récupération. In fine, l'année a de nouveau été sauvée par les performances du secteur de la construction, un salut à double tranchant avec un coût estimé à 70 milliards d'euros en 2023, et un creusement du déficit public non anticipé de 2 points de PIB.

 **Espagne : l'emploi résilient en février**

Le marché du travail a surpris positivement, avec une intensification du rythme de croissance de l'emploi en février. Les affiliés à la Sécurité sociale ont augmenté de 103 621 personnes, la plus forte progression pour un mois de février depuis 2007. La hausse de cette année est supérieure à celle de février de l'année dernière (88 918) et à la moyenne habituelle pour un mois de février (70 615 en moyenne pour les mois de février de la période 2014-2019). Le nombre total d'affiliés s'élève à 20,7 millions de travailleurs (+2,7% en g.a., +2,6% en janvier).

En corrigeant les variations saisonnières, l'emploi enregistre une hausse de 73 492 affiliés, le meilleur chiffre depuis avril 2023, de sorte que la moyenne de janvier et février atteint 55 924 travailleurs (contre 31 248 en moyenne pour le T4 2023).

L'emploi dans l'agriculture ralentit son repli à -1,7% sur un an, après -2,8% le mois précédent, tandis que l'emploi dans l'industrie accélère légèrement à 1,9%. En revanche, dans les services, la progression de l'emploi se stabilise à 3,1% sur un an et dans la

construction, elle ralentit à 2,2%, contre 2,5% précédemment. On note une accélération de la création d'emplois dans l'hôtellerie à un rythme annuel de 4,8%, ce qui pourrait indiquer une bonne performance du tourisme en dehors de la haute saison.

En ce qui concerne le chômage, il diminue de 7 452 personnes en février, pour atteindre 2,76 millions. Cette baisse contraste avec l'augmentation

observée en février de l'année dernière (+2 618) et dépasse la baisse moyenne enregistrée au cours des mois de février de la période 2014-2019 (-4 267). Sur un an, le nombre de chômeurs diminue de 150 607 personnes, soit -5,2%.

En termes désaisonnalisés, le chômage baisse de 28 249 chômeurs, le septième recul consécutif, tandis que la moyenne de janvier-février s'améliore par rapport au T4 2023 (-27 970 contre -16 077).

✓ Notre opinion – *Malgré l'augmentation des taux d'intérêt, la croissance moyenne de l'économie espagnole au cours de la seconde moitié de 2023 est restée pratiquement inchangée par rapport à celle de la première moitié (0,5% trimestriel). Ce succès est attribué, d'une part, à la forte reprise de la consommation privée au troisième trimestre, stimulée par la solidité du marché du travail et la modération de l'inflation. D'autre part, la croissance du PIB au quatrième trimestre a surpris à la hausse et atteint 0,6% trimestriel, bien au-dessus de celui de la zone euro (0,0% trimestriel). Bien qu'il existe quelques aspects moins positifs dans le schéma de croissance, tels que la forte dépendance de la croissance à la consommation publique et la faiblesse de l'investissement, on ne peut pas négliger une performance aussi remarquable dans un environnement économique aussi difficile. Les indicateurs avancés de l'emploi au T1 2024 confirment les données des enquêtes et pointent vers une croissance du PIB toujours dynamique en début d'année.*

Royaume-Uni

Royaume-Uni : de nouveaux cadeaux fiscaux dans le budget de mars 2024

Le chancelier de l'Échiquier, Jeremy Hunt, a présenté le 6 mars dernier son programme budgétaire pour le prochain quinquennat devant la Chambre des communes. Dans un contexte de campagne préélectorale et d'une économie en légère récession fin 2023, le chancelier a annoncé, comme anticipé, quelques cadeaux fiscaux. Il s'agit d'un budget visant à soutenir la croissance sur le long terme grâce à des baisses d'impôts et de taxes, au soutien à l'investissement et à des services publics plus efficaces.

La mesure phare du budget est une nouvelle réduction des cotisations sociales pour les employés (*National Insurance Contributions* ou NIC) de 10% à 8% à partir d'avril 2024. Le taux des NIC, ou « pénalité sur le travail », comme les a qualifiées J. Hunt, a été successivement abaissé depuis son plus haut de 13,25% en novembre 2022. En outre, la mesure s'accompagne d'une baisse des cotisations sociales pour les professions libérales et les autoentrepreneurs (Classe 4) de 8% à 6%. L'objectif est d'augmenter l'offre de main-d'œuvre dans un marché du travail qui depuis la pandémie demeure en proie à un manque de capacités du fait d'une faiblesse chronique de la population active. Selon l'OBR, ces mesures devraient ramener l'équivalent de 200 000 travailleurs à temps plein sur le marché du travail d'ici à 2028-29.

D'autres gestes fiscaux sont annoncés : une prolongation du gel des taxes sur les carburants et les alcools pour encore un an, le relèvement du seuil d'imposition pour les ménages aisés percevant des allocations familiales et une baisse du taux marginal de l'impôt sur les plus-values immobilières.

Les mesures compensatoires comprennent une réforme du régime fiscal du statut de non-domicilié, une prolongation d'une année supplémentaire de la taxe sur les profits énergétiques, la création d'une taxe sur les cigarettes électroniques, une augmentation de la taxe sur les voyages aériens en dehors de la classe économique et une augmentation de la taxe sur les locations meublées de courte durée.

Avant prise en compte des nouvelles mesures discrétionnaires, le chancelier disposait d'une marge de 12,2 milliards de livres par rapport à la règle principale qui consiste à faire baisser le ratio de dette sur PIB (hors BoE) à l'horizon 2028/29, contre 13 milliards de livres en novembre. Le chancelier a annoncé des allègements fiscaux de 12,6 milliards de livres en moyenne par an à l'horizon 2028/29, compensées en partie par des hausses d'impôts et de taxes (de 6,6 milliards de livres par an).

Cet assouplissement de la fiscalité doit toutefois se comprendre dans le contexte d'une politique

budgétaire restrictive du fait du resserrement fiscal annoncé les années précédentes, notamment le gel des seuils d'imposition des ménages. Depuis le Covid, le Royaume-Uni a porté le niveau des prélèvements obligatoires à un niveau jamais atteint depuis le début des années 1950, autour de 36% du PIB. Celui-ci va continuer d'augmenter dans les années à venir, pour atteindre 37,1% en 2028/29, soit moins que prévu précédemment, mais 4 points de pourcentage au-dessus du niveau d'avant la pandémie. Dans le même temps, les dépenses budgétaires vont continuer de diminuer en pourcentage du PIB, de 44,5% en 2024 à 42,5% en 2028-29, un niveau toutefois supérieur de 3 points de pourcentage à l'avant-Covid.

Côté dépenses, des mesures d'une ampleur modeste ont un impact neutre sur les finances publiques, leurs coûts étant compensés par des effets positifs sur la croissance à travers une hausse de revenus et des incitations pour intégrer le marché du travail. Les mesures clés sont composées d'une hausse de l'investissement dans le système de santé NHS dans le cadre d'un programme d'amélioration de la productivité (0,9 milliard de livres) et d'une hausse des aides sociales pour les ménages aisés percevant des allocations familiales (0,4 milliard de livres). En conséquence, la marge budgétaire a été réduite à 8,9 milliards de livres (0,3% du PIB), un montant historiquement bas, et l'OBR estime que la probabilité de respecter sa règle sur la dette n'est plus que de 54%.

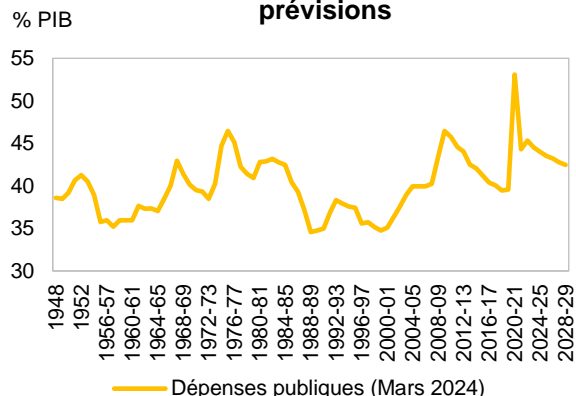
Ce nouveau cadrage budgétaire est fondé sur des prévisions économiques plus optimistes qu'en novembre. L'OBR prévoit désormais un taux de croissance du PIB de 0,8% cette année (0,7% précédemment), 1,9% en 2025 (contre 1,4%) et 2,2% en 2026 (contre 2%). Il estime que les mesures annoncées en mars devraient donner une légère et temporaire impulsion à la demande à court terme tout en réhaussant le niveau de l'offre à moyen terme ce qui permettrait une hausse du niveau du PIB de 0,2 point de pourcentage.

Les hypothèses sous-jacentes au nouveau scénario de croissance sont également plus favorables qu'en novembre dernier : des taux d'intérêt plus bas, une baisse plus rapide de l'inflation et une croissance de la population plus soutenue. En revanche, elles nous semblent assorties d'un risque baissier. En particulier, les prévisions d'inflation semblent beaucoup trop faibles. Or elles sont centrales pour les prévisions de revenus réels et donc de dépenses privées. L'inflation CPI baisse sous la cible de 2% au deuxième trimestre, en raison de prix de l'énergie significativement plus bas qu'anticipé en novembre (-20%), ce qui est en ligne avec nos anticipations et celles de la BoE. En revanche, elle reste très en-

deçà de la cible à moyen terme (2,2%, 1,5% et 1,6% par an en moyenne entre 2024 et 2026). De fait, les prévisions de l'OBR sont très éloignées des prévisions de la BoE (2,6%, 2,7% et 2,2%) et de celles du consensus (2,3%, 1,9%, 2,1% respectivement). La consommation des ménages est prévue en hausse de 2% en moyenne chaque année à partir de 2025, soit un rythme supérieur à celui des revenus disponibles réels à moyen terme, mais qui s'explique par un taux d'épargne élevé (9,2% en 2024) et prévu en baisse à partir de 2025.

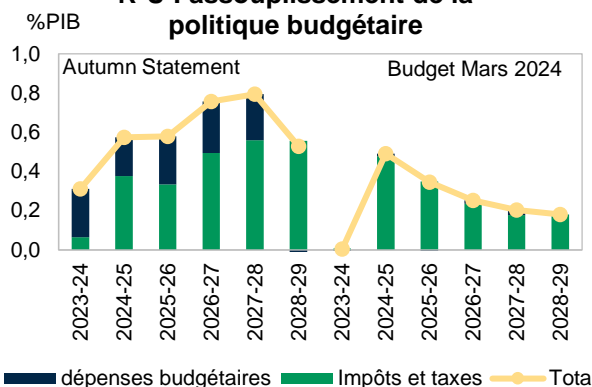
En outre, l'OBR continue de prévoir une croissance de la productivité de près de 1% malgré des hypothèses plus élevées sur la population active, alors qu'elle n'a été en moyenne que de 0,5% par an au cours de la dernière décennie. En revanche, l'OBR est moins optimiste sur le taux de participation dont il n'anticipe plus d'amélioration mais une stabilité à 62,8%, soit 0,5 point de pourcentage de moins que prévu en novembre. Le nouveau cadrage économique de l'OBR pourrait donc bien se révéler trop optimiste, laissant le futur gouvernement avec des marges budgétaires encore plus faibles qu'actuellement.

Dépenses publiques en % du PIB et prévisions



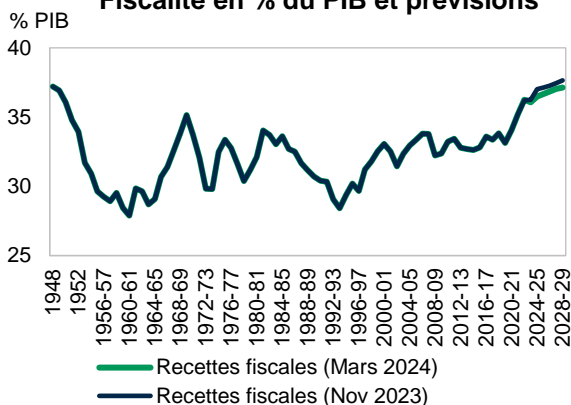
Source : OBR, Crédit Agricole SA

R-U : assouplissement de la politique budgétaire



Source : OBR, Crédit Agricole SA

Fiscalité en % du PIB et prévisions



Source : OBR, Crédit Agricole SA

Notre opinion – Les marges budgétaires extrêmement serrées n'ont permis qu'un relâchement net modéré de la fiscalité. D'un montant d'environ 6 milliards de livres en moyenne par an à l'horizon 2028/29, ou 0,2% du PIB, il est nettement inférieur à l'assouplissement annoncé en novembre dernier (0,6% du PIB). Néanmoins, cette nouvelle baisse de la fiscalité est plus avancée dans le temps, avec des mesures prenant effet quasi immédiatement, et devrait soutenir la demande à court terme ce qui est favorable à notre scénario d'une BoE qui devrait patienter avant de baisser ses taux. Si nous maintenons notre prévision d'une première baisse de taux au mois d'août prochain, les risques d'une baisse plus tardive ont augmenté.

Le gouvernement n'a toujours pas annoncé la date des élections générales et va sans doute attendre de voir les impacts de ses annonces sur les sondages des intentions de vote qui lui sont à présent très défavorables (le Labour a une marge d'avance de 27 points selon le dernier sondage de YouGov du 7 mars). Or, le pouvoir d'achat va connaître une bouffée d'oxygène significative au printemps avec une baisse des prix du gaz et de l'électricité par le régulateur Ofgem, la hausse prévue du salaire minimum et la baisse des NIC. Si la date la plus probable des élections demeure le mois de novembre, le mois de mai ne peut toujours pas être exclu.

Pays émergents

Asie

👉 Chine : deux sessions, une cible de croissance et beaucoup de questions

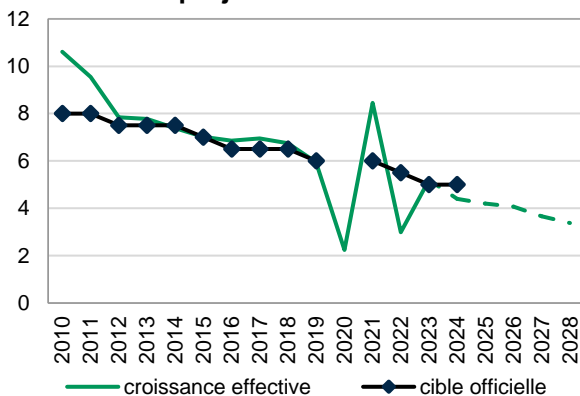
Dans une chorégraphie quasi immuable, le Nouvel An lunaire a laissé place aux « deux sessions » (les Lianghui) qui réunissent chaque année en mars plus de 3 000 représentants du Parti communiste chinois et de l'Assemblée nationale populaire. Chorégraphie immuable ou presque, puisqu'il a été annoncé que la traditionnelle conférence de presse du Premier ministre, rare moment d'échanges – encadrés mais plus libres – avec la presse étrangère qui se tenait depuis 1993 n'aurait plus lieu. Une première transgression aux traditions avait déjà eu lieu puisque Xi Jinping n'a toujours pas convoqué la session plénière du Comité central du Parti, chargée d'approuver et d'entériner les réformes économiques.

Li Qiang, nommé Premier ministre en 2023, avait donc la lourde tâche de délivrer le discours de politique générale et de présenter les derniers axes de travail du gouvernement, tout en annonçant les grands objectifs économiques pour l'année 2024.

Sans surprise, la cible ambitieuse de 5% de croissance a été choisie

Première annonce et non des moindres, la cible officielle de croissance fixée comme en 2023 « autour de 5% ». Cette fois-ci cependant, la Chine ne pourra plus compter sur un effet de base favorable pour l'aider à réaliser cet objectif. Alors que la véracité des chiffres de croissance 2023 (5,2%) est déjà remise en question, le choix de maintenir la cible à 5% est à double tranchant.

Chine : projections de croissance



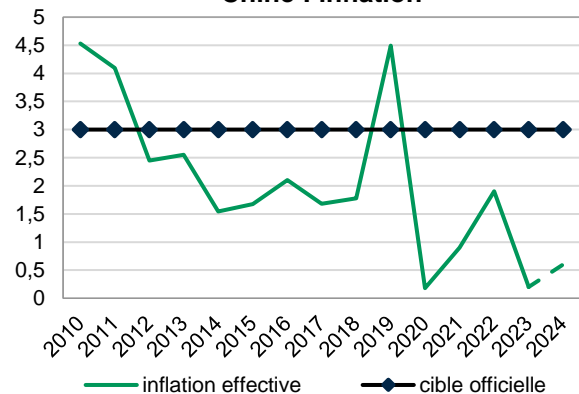
Sources: FMI, Crédit Agricole S.A/ECO

Il envoie d'un côté un message fort aux acteurs économiques : celui que les autorités croient au redémarrage de l'économie après quatre années difficiles, marquées par le Covid puis par la crise immobilière et plus généralement par un manque de confiance des ménages et des investisseurs, incarné dans la faiblesse de l'inflation. Mais de l'autre et en l'absence de nouvelles mesures de

soutien pour y parvenir, la crédibilité de cette annonce est questionnée, et ce d'autant plus que le consensus (organisations internationales comme institutions financières privées) voient plutôt la croissance autour de 4,5% que de 5%.

Même question sur la cible d'inflation, toujours fixée à 3% et ce alors même qu'elle n'a pas dépassé ce niveau depuis dix ans, à l'exception de l'année 2019 durant laquelle la hausse des prix avait été tirée par la crise porcine. Si cet indicateur était moins commenté les années précédentes, l'entrée de la Chine dans la déflation – l'inflation en glissement annuel a été négative ou nulle depuis septembre 2023 – rend le décalage plus visible et renforce les interrogations sur l'intérêt de maintenir une cible si haute tout en sachant qu'elle ne sera de toute évidence pas atteinte.

a/a, % Chine : inflation



Sources: FMI, Crédit Agricole S.A/ECO

Un alignement sur le diagnostic, une incertitude sur les solutions

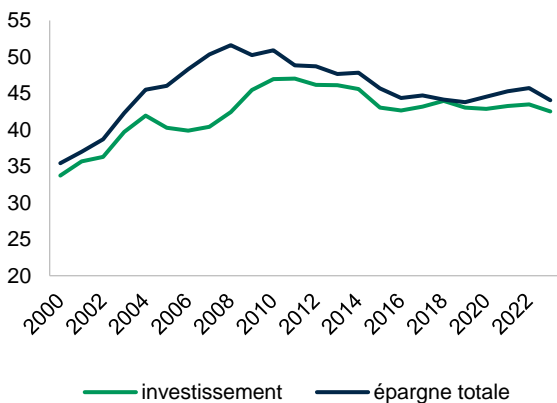
Sur le plan du diagnostic de l'économie, le message est pourtant clair et les risques reconnus : baisse de la demande extérieure, insuffisance de la demande intérieure, surcapacités de production dans l'industrie, crise immobilière et persistance du surendettement dans les collectivités locales. Des fractures profondes « accumulées de longue date », les fameux rhinocéros gris – risques identifiés mais insuffisamment anticipés – qui ont fini par se matérialiser.

C'est sur celui des solutions que la copie devient plus floue. Li Qiang a promis que l'année 2024 serait celle de la consommation... une formule qui avait déjà été utilisée en 2023, sans grand succès. Il faut dire qu'en réalité les autorités ne croient pas au pouvoir de la relance par la consommation, ni à son « effet multiplicateur » cher aux économistes keynésiens. Ils craignent au contraire qu'elle crée des générations d'assistés, alors que la jeunesse invitée

à « ravalier son aigreur » est souvent accusée de ne plus vouloir travailler autant que les générations précédentes. En réalité, et dans le cas chinois, le problème est plus profond et révélateur du paradoxe de cette économie : un régime communiste sans protection sociale. C'est particulièrement vrai pour les travailleurs migrants, une population estimée à 250 millions de personnes, qui travaillent en ville mais n'ont pas accès à certaines prestations sociales (assurance chômage, santé).

C'est ce paradoxe qui explique la préférence des ménages chinois pour l'épargne plutôt que pour la consommation, préférence renforcée par trois années de Covid et une dégradation du marché du travail, en particulier chez les jeunes. Les autorités craignent donc que, même en ciblant les ménages aux revenus les plus faibles, ces efforts budgétaires soient inutiles et ne servent qu'à augmenter l'épargne des ménages ou à les désendetter.

Chine : épargne et investissement



Et si Li Qiang a indiqué que la politique budgétaire resterait « active », le niveau du déficit devrait rester dans sa zone habituelle de 3% du PIB. En revanche, quelques marges de manœuvre héritées de l'année précédente demeurent, puisque des mesures de soutien (financement d'infrastructures résistantes aux catastrophes naturelles notamment) avaient été annoncées en fin d'année et n'ont pas encore été toutes décaissées. Sur le plan monétaire, l'heure serait plutôt à la prudence après les franches baisses des différents taux (taux directeurs et taux de réserves obligatoires) consenties ces derniers mois. Alors que les États-Unis et le reste du monde ne se sont pas encore engagés dans une politique d'assouplissement monétaire, la Chine craint de nouvelles sorties de capitaux et un affaiblissement du yuan si le différentiel de taux s'accroît.

Or, Li Qiang a aussi insisté sur le développement du secteur privé, à travers l'investissement privé domestique mais aussi international. Avec des flux d'IDE au plus bas depuis plus de vingt ans (33 Mds

de dollars nets contre 185 Mds en 2023), la Chine porte un message d'ouverture qui a encore du mal à se concrétiser dans les comportements des investisseurs. Le passage du discours sur « le contrôle complet en matière d'ordre public », indiquant que l'impératif sécuritaire devrait continuer de l'emporter sur la logique économique ne va pas non plus aider.

Après l'utilisation du concept de « croissance qualitative » ces dernières années, c'est cette fois celui de « développement de haute qualité » qui a été convoqué. Li Qiang se réfère ici au nouveau « big three » (véhicules électriques, panneaux solaires et batteries) venus remplacer le textile, les appareils ménagers et les meubles dans la liste des produits les plus exportés par la Chine, et synonymes d'une hausse de la valeur ajoutée dans les chaînes de valeur chinoises. Mais c'est aussi dans ces secteurs que des surcapacités de production existent, et donc que la demande extérieure sera cruciale.

Fustigeant « le protectionnisme et l'unilatéralisme » qui ont « gagné du terrain », la Chine voit d'un très mauvais œil les discussions émergentes dans l'Union européenne sur l'établissement de barrières à l'entrée pour les véhicules électriques chinois, ou encore la décision de mener des enquêtes sur le niveau des subventions publiques dans cette industrie. Or, les constructeurs chinois comptent avant tout sur le marché européen pour reconstituer leurs marges.

Sur le plan géopolitique : hausse du budget militaire

Comme l'année passée, la Chine a annoncé un budget militaire en hausse de 7,2%, qui excède donc une nouvelle fois la cible de croissance. Dépassant les 230 Mds de dollars et deuxième mondial derrière celui des États-Unis, le budget militaire chinois demeure toutefois sous-estimé, car il n'inclut pas de nombreuses dépenses de recherche et développement, considérées par la Chine comme relevant du civil alors même que leur utilisation demeure avant tout militaire (notamment tout ce qui relève de la cyberdéfense).

Les accrochages en mer de Chine se sont multipliés ces derniers mois, en particulier avec les Philippines, auxquelles la Chine dispute le contrôle des îles Spratleys. Les pays de l'Asean (à l'exception de la Birmanie, non conviée) qui participaient cette semaine à un sommet conjoint avec l'Australie, ont dénoncé des « comportements dangereux en mer et dans les airs » ainsi que « des actions déstabilisantes, provocatrices et coercitives ». Mardi, un nouvel incident a fait quatre blessés côté philippin. Il semble peu probable que l'heure soit à l'apaisement.

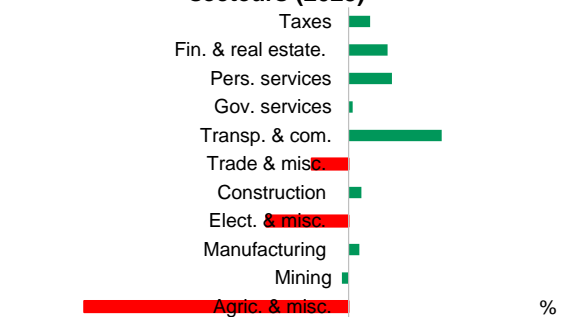
Afrique sub-saharienne

Afrique du Sud : une économie au ralenti avant les élections de mai

L'économie sud-africaine a ralenti en 2023 et a évité, de peu, la récession au cours du dernier trimestre de l'année. Pénalisée par les difficultés rencontrées par la compagnie d'électricité publique Eskom et l'opérateur ferroviaire portuaire Transnet, la croissance de l'Afrique du Sud est estimée à 0,6% en 2023, contre 1,9% en 2022, selon l'agence statistique *Statistics South Africa*.

En effet, le pays est toujours en proie à une crise énergétique, en raison de l'incapacité d'Eskom à répondre à la demande, tandis que Transnet ne parvient pas à faire fonctionner les chemins de fer et les ports à plein régime, ce qui entrave les exportations et bloque le déchargement des biens nécessaires à la production. Locomotive économique de la zone australe, l'Afrique du Sud a également souffert en 2023 de la plus forte baisse de sa production agricole depuis 1995.

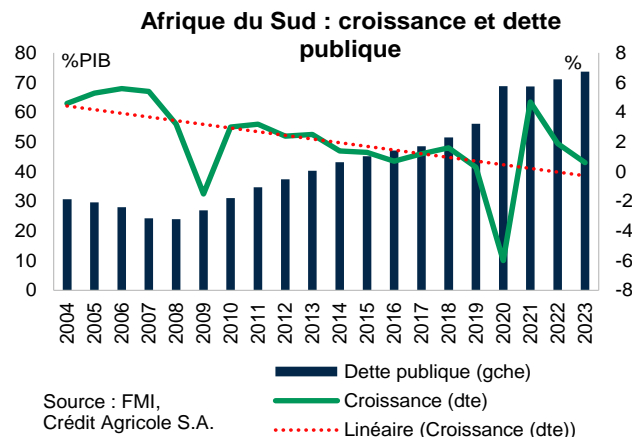
Afrique du Sud : croissance des secteurs (2023)



Source : Statistics South Africa, Crédit Agricole S.A. / ECO

Outre la croissance atone de l'économie sud-africaine, l'aggravation de la trajectoire d'endettement est un autre facteur qui pèse sur les perspectives économiques du pays en raison du déploiement des programmes sociaux, des difficultés rencontrées par les entreprises publiques, ainsi que de la tenue des prochaines élections générales. Plus particulièrement, le gouvernement a annoncé une hausse des aides sociales à hauteur de 42 milliards de rands au cours des trois prochaines années : l'objectif étant de venir en aide aux foyers les plus modestes face à l'inflation.

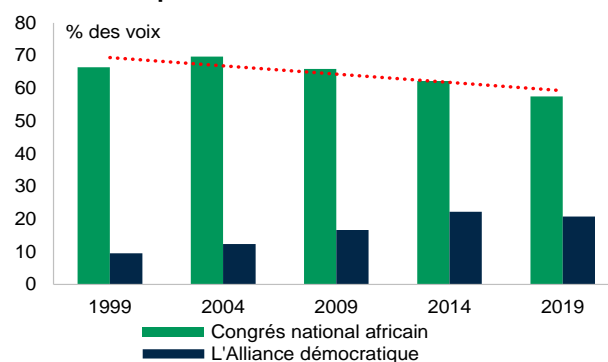
Ainsi, la publication des chiffres de croissance par *Statistics South Africa* et l'annonce des lignes directrices du budget annuel par le gouvernement sont intervenues, cette semaine, dans un contexte de chômage endémique, ayant augmenté à 32,1% au dernier trimestre de 2023, ainsi que de criminalité, de pauvreté et d'inégalités croissantes : ceci expliquant la désillusion généralisée à l'égard du Congrès national africain (ANC).



Source : FMI, Crédit Agricole S.A.

Au pouvoir depuis la fin du système d'apartheid en 1994, l'ANC a vu son soutien s'effriter progressivement au cours de ces dernières années.

Afrique du Sud : résultats électoraux



Source : Statistics South Africa, Crédit Agricole S.A.

Aujourd'hui, la stagnation de la croissance économique et les niveaux élevés de chômage figurant en haut de la liste des préoccupations des électeurs, certains sondages prédisent que l'ANC pourrait perdre sa majorité parlementaire pour la première fois depuis 30 ans. Cependant, si l'ANC était amené à passer sous la barre des 50% des voix lors des élections nationales qui se tiendront le 29 mai prochain, cela constituerait un tournant dans la politique sud-africaine.

En effet, dans ce cas de figure, l'ANC serait contrainte d'entrer en coalition pour rester au gouvernement et maintenir le président Cyril Ramaphosa à son poste, pour un second et dernier mandat de cinq ans. Or, une coalition n'a jamais eu lieu, au niveau national, en Afrique du Sud et mettrait fin à la domination du parti autrefois dirigé par Nelson Mandela.

Dans cette perspective, le principal parti d'opposition sud-africain, l'Alliance démocratique, étudie la possibilité de conclure son propre accord de coalition avec de nombreux autres petits partis, dans l'espoir de forcer l'ANC à quitter complètement le gouvernement.

✓ **Notre opinion** – Nous sommes potentiellement à un tournant de l'histoire de l'ANC et du paysage politique sud-africain. Confronté à un climat économique morose, aux critiques de l'opposition ainsi qu'à un mécontentement grandissant de la population, le parti historique de l'ANC risque de perdre pour la première fois sa majorité absolue au Parlement. Dans cette mesure, l'issue des élections sera décisive dans la lutte contre les défis sociaux et les faibles perspectives économiques du pays. En effet, la persistance de coupures d'électricité et des difficultés logistiques liées à la détérioration des infrastructures ferroviaires et portuaires devraient encore peser sur la croissance du pays à court terme. Ceci explique que le FMI a revu à la baisse, par exemple, ses prévisions de croissance pour l'Afrique du Sud à 1% en 2024 et à 1,3% en 2025 : des chiffres largement insuffisants pour lutter contre le chômage et la pauvreté endémiques.

Géo-économie : Tensions et recompositions

L'hypothèse d'une élection de D. Trump suffit à peser sur les choix stratégiques de ses alliés

La France a lancé le débat en Europe, à propos des troupes en Ukraine, mais en fait, cela fait longtemps que l'inquiétude quant à la fiabilité des États-Unis comme alliés était perceptible. « Trump 1 » avait déjà fait prendre conscience au monde de la profondeur de la maladie politique américaine, qui a des conséquences géopolitiques importantes, même s'il existe une réelle continuité dans la Grande Stratégie américaine, en dépit des alternances

politiques. Plus récemment, la guerre à Gaza met aussi sous les caméras mondiales la difficulté des États-Unis à faire obtempérer leur allié israélien : les parachutages de vivres, là où il faudrait des centaines de camions journaliers, sont une preuve de faiblesse des Américains, capables de fournir des armes, mais incapables d'imposer une logique d'aide humanitaire.

Le Japon se méfie depuis longtemps

Tout cela explique en partie la loi de programmation militaire japonaise de l'an dernier, qui a rompu avec une longue tradition de pacifisme – il faut dire que Tokyo se sent sous la triple menace chinoise, russe et coréenne, et que le thème de la souveraineté y a là-bas des accents forts. Quant aux dépenses d'armements saoudiens, elles participent aussi, bien sûr, à la recherche d'une autonomie militaire plus

forte. N'oublions pas que les questions de défense, dans cette région, ont des résonances historiques qui devraient tous nous concerner : le pacte du Quincy – pétrole contre protection militaire – conclu en 1945 sur un bateau à Suez, entre le roi d'Arabie et un Roosevelt fatigué, de retour de Yalta, a sous-tendu la puissance américaine d'après-guerre. L'axe pétrole-dollar-secteur militaro industriel était né...

Gerboise bleue, vraiment ?

Le monde entier est donc en train d'acter, en creux, les effets de la crise politique américaine sur les stratégies de défense, et c'est cette même inquiétude qui a conduit le Congrès américain à limiter la menace d'un retrait des États-Unis de l'OTAN, en ajoutant il y a quelques mois une disposition au *National Defense Authorization Act* : « *Le président ne suspendra pas, n'annulera pas, ne dénoncera pas et ne retirera pas les États-Unis du traité de l'Atlantique Nord (...) sauf sur l'avis et avec le consentement du Sénat, à condition que les deux tiers des sénateurs présents soient d'accord, ou en*

vertu d'une loi du Congrès »⁵. Rappelons cependant la réticence historique des États-Unis face aux alliances qui risqueraient d'être trop contraignantes (Montego Bay sur le droit de la mer ou la Cour pénale internationale). C'est d'ailleurs l'un des arguments, entre autres, qui a convaincu De Gaulle d'adhérer au projet du Général Gallois d'une dissuasion nucléaire française autonome. Stratégie dite de la Gerboise Bleue, nom de code du premier essai réalisé dans le Sahara algérien, nom que n'aurait sans doute pas renié notre ami OSS 117.

Des primaires pas comme les autres

Du côté démocrate, l'irruption d'un thème de politique étrangère dans les urnes est rare, mais la guerre à Gaza incite bel et bien une partie des électeurs à voter blanc (ce qui donne, au passage, une idée de l'impact politique à long terme, et dans le monde entier, de ce qui est en train de se passer à Gaza. L'effet sur les jeunes du Moyen-Orient, en particulier, est déjà énorme). Du côté républicain, la singularité du phénomène politique Trump se confirme, c'est peu dire. Parti avec un des taux de popularité parmi les plus bas qui soit, à la fin de son mandat, comparé aux précédents présidents, l'ex-

président mène une campagne mieux préparée que la première fois, ce qui donne une dimension encore plus historique à sa potentielle élection : cette fois, il ne s'agit plus seulement de capitaliser sur la colère et le vote de rejet d'une classe moyenne oubliée de la mondialisation, mais de construire un vrai vote d'adhésion, avec une forte dimension idéologique et civilisationnelle. Interpellant d'ailleurs de voir que les partis des extrêmes, en Europe, s'appêtent eux aussi à faire des campagnes sur les questions civilisationnelles.

Un parti pas comme les autres

La mécanique du vote Trump 2 n'est donc pas la même que celle de Trump 1. Elle est nourrie par quelque chose de bien plus profond politiquement. Et de bien plus solide – les politologues n'en finissent pas d'analyser les ressorts de la

trumpisation du parti républicain, et l'élection de Mike Johnson comme *speaker* de la chambre des représentants était l'un des signes avant-coureurs de ce qui est en train de se passer. Dans la droite du parti républicain, il revendique ses croyances

⁵ [BILLS-118hr2670enr.pdf \(congress.gov\)](https://www.congress.gov/bills/118/hr2670/enr/pdf)

baptistes comme bases de ses orientations politiques, et considère que l'élection de Biden n'a pas été légitime. L'évolution idéologique du parti

Un candidat pas comme les autres

Quant au programme de Trump, le « Projet 2025 » de la Fondation Héritage nous en donne un aperçu, notamment à propos du « nationalisme-chrétien » grâce auquel D. Trump est messianisé vis-à-vis de la partie la plus radicale de l'électorat évangéliste. La dimension de revanche juridique serait importante dans une telle législature, même au prix d'un déverrouillage des institutions. Reste à savoir comment ces dernières se défendraient. En matière migratoire, thème clé de la campagne, on est passé du mur aux camps de détention pour migrants – et les épisodes texans de janvier méritent d'être rappelés, le gouverneur ayant tout de même déclaré l'état juridique « d'invasion ». Évidemment, la lutte contre les théories de race et de genre reste au cœur

républicain est clairement un phénomène dont il faut interroger cette année le potentiel de radicalité et de rupture.

du programme MAGA, de même que l'avortement, au cœur des élections. On peut enfin imaginer les mesures qui incarneront la volonté de « mettre fin à la guerre contre le pétrole et le gaz naturel », qui font écho à la montée du « climato-dénialisme » dans le parti (reconnaissance du dérèglement climatique mais refus de considérer l'activité humaine comme sa cause). Bref... Aucun doute : Trump 2 ne serait pas Trump 1, même s'il matérialise la même crise de la démocratie. Celle-ci est profonde, durable, et logée au cœur géopolitique du monde. À sa façon, le choix de la candidature de Biden, dont les problèmes cognitifs font débat public, est aussi l'un des signes de cette crise.

En Europe, la question agricole agite les peuples, et elle sera l'un des facteurs décisifs dans l'évolution des relations de l'Ukraine avec l'Union européenne

Or, malgré la guerre, ces relations restent tendues entre Kiev et Varsovie : les agriculteurs continuent à manifester pour demander que l'interdiction unilatérale polonaise sur les importations de céréales ukrainiennes soit étendue à d'autres produits, comme la volaille, les œufs, les spiritueux, etc. Demande qui est soutenue par plusieurs partis, selon le site *Euractiv*, incluant celui de Donald Tusk, Plateforme Civique. Rappelons que, depuis mi-2022, les « corridors de solidarité » ont confronté les producteurs européens à une concurrence ukrainienne moins chère, difficile à supporter, liée notamment à une taille d'exploitation beaucoup plus grande (un vieil héritage des sovkhozes de l'URSS). Mais le problème de l'intégration agricole de l'Ukraine ne se réduit d'ailleurs pas à des questions de prix ou de quantité, car elle a des dimensions logistiques : l'Union semble incapable, pour l'instant, de gérer une meilleure répartition de la production

ukrainienne à l'intérieur de son territoire – même si, *in fine*, les Espagnols et les Italiens auraient besoin des céréales de Kiev pour nourrir leurs animaux... Du côté de Kiev, on blâme la Russie en estimant que les manifestations ont été provoquées par Moscou, accusation qui aurait été reprise par le Commissaire au Commerce européen. S'il est vrai que quelques banderoles pro-russes sont apparues dans les manifestations, cela ne semble cependant pas le cœur du problème. Pour l'instant, Kiev a néanmoins fait des concessions en déclarant qu'elle était prête à prendre des mesures restrictives si l'Union interdisait les importations de céréales russes. La Pologne serait prête à le faire mais, à l'échelle de l'UE toute entière, une telle décision risquerait aussi d'avoir un impact sur les marchés mondiaux. Enfin, dans l'intervalle, la Pologne chercherait à négocier des exemptions au Pacte vert européen.

L'Eurasie du blé va s'affirmer stratégiquement

Restons dans le domaine agricole mais plus à l'Est. Avec le conflit en Mer Noire, Moscou a réarmé le commerce des céréales, et à présent, plus la situation géopolitique se tend, plus la Russie cherche à affirmer sa puissance alimentaire. Ce n'est d'ailleurs pas la première fois que géopolitique et agriculture se croisent pour les Russes : les sanctions occidentales de 2014 avaient stimulé la productivité agricole, là où vingt ans de transition vers l'économie de marché avaient échoué ! Surtout, plus le temps passe, « *plus le volume de blé échangé dans le monde est russe* » selon Sébastien Abis, un phénomène que le réchauffement du Sud de la Sibérie va accélérer. Très conscient de cet atout de puissance, le gouvernement russe vient donc d'adopter un plan de souveraineté qui vise à

augmenter la production (par la mise en exploitation de 13 millions d'hectares), l'autonomie alimentaire et les exportations. De l'autre côté de l'Asie centrale, la Chine cherche aussi à verrouiller son indépendance alimentaire, avec une stratégie de stocks élevés, et en accélérant la modernisation d'une agriculture de précision, qui multiplie drones et systèmes de *smart irrigation*. En fait, l'intérêt de la Russie et de son potentiel agricole augmente pour la Chine, tout comme celui du Kazakhstan, qui est plus que jamais une pièce maîtresse de l'*hinterland* chinois, comme producteur d'énergie ou d'uranium, mais aussi de céréales. Désormais, la géopolitique eurasiennne du blé ne peut que s'affirmer.

Attention à la capture géopolitique alimentaire

Garder Moscou comme fournisseur de céréales représentera donc un choix politique mais aussi un risque de « capture géopolitique ». Ainsi l'Égypte a-t-elle conservé des liens étroits avec la Russie, mais elle cherche aussi à diversifier ses approvisionnements. Dans ce contexte, le développement rapide des exportations alimentaires de l'Afrique du Sud vers le continent africain est intéressant à observer, ce dernier représentant désormais 38% des ventes agricoles de Prétoria à l'étranger en

2023, contre 28% vers l'Asie ou 19% vers l'Union européenne. Il n'en reste pas moins que le déblocage de la puissance agricole d'Afrique du Sud va nécessiter beaucoup plus d'investissements en infrastructures, notamment dans les ports, les chemins de fer et les routes. Et, comme pour la plupart des secteurs, dès qu'il s'agit de ce pays, la question des coupures d'électricité est l'un des principaux freins à un développement plus rapide.

Des verrous aux câbles, la géopolitique de Gulliver

Dans ce monde d'interdépendances, on sait désormais que la puissance des grands peut être menacée par celle des petits, dès lors qu'ils contrôlent un verrou de puissance. Ainsi, les Houthis ont-ils contraint le trafic maritime mondial à réviser ses routes ; ils ont contraint les compagnies d'assurance à réviser leurs tarifs, et ils ont contraint à l'arrêt des usines en Hongrie ou en Allemagne. Face à une telle menace, l'Union européenne vient donc de lancer sa propre opération défensive dans la région⁶, avec un mandat d'un an, aux côtés de la coalition des Gardiens de la Prospérité, menée par les États Unis et le Royaume-Uni (incluant l'Australie, le Canada, Bahreïn et les Pays-Bas). On

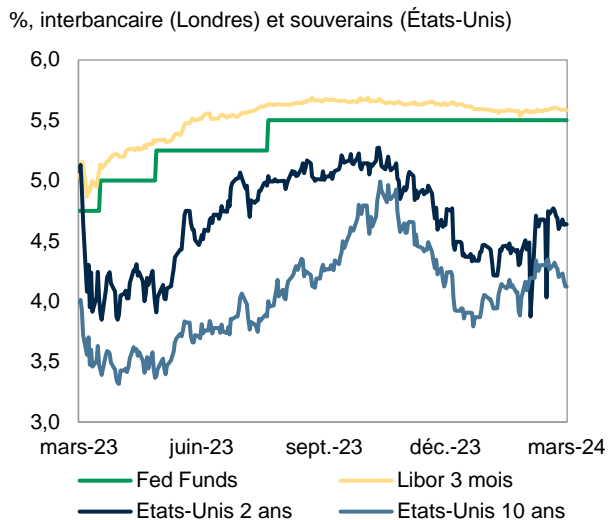
peut cependant se poser quelques questions quant au résultat de ces opérations : pour l'instant, les coalitions n'arrivent pas à pacifier le détroit... De plus, il serait dangereux de sous-estimer le jusqu'au-boutisme des Houthis, dont l'agenda politique est certes corrélé au drame que vivent les Gazaouis, mais aussi à la géopolitique iranienne, et à leur propre agenda politique au Yémen. Enfin, n'oublions pas que ce conflit menace un autre type de trafic : les réseaux de communication du Moyen-Orient auraient ainsi été perturbés, lors du naufrage d'un navire, par des incidents récents sur trois câbles sous-marins, qui relient le Royaume-Uni à l'Afrique du Sud et à l'Inde, ainsi que Bombay à Marseille.

⁶ En accord avec la résolution 2272 du Conseil de sécurité des Nations Unies, qui exige des Houthis qu'ils cessent toute attaque

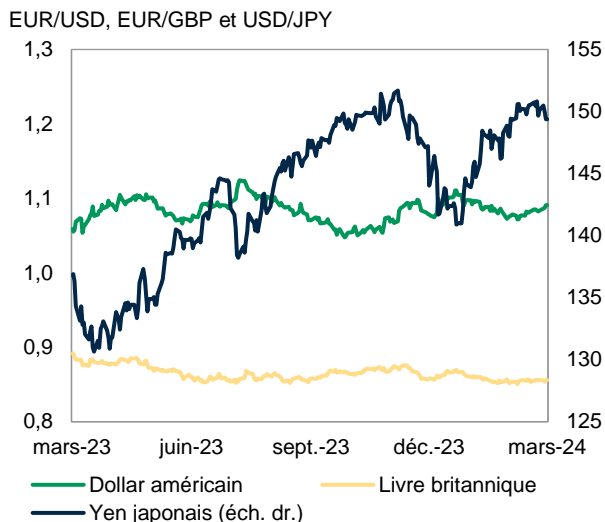
contre les navires marchands et commerciaux et qui prévoit le droit de défendre les navires, conformément au droit international.

Tendances à suivre

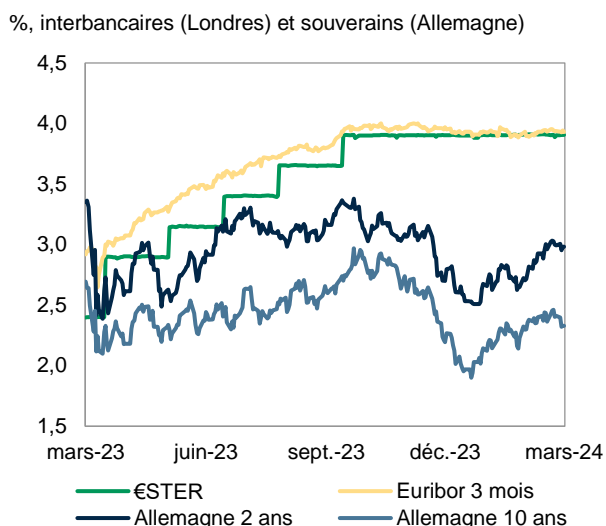
Taux d'intérêt en dollar américain



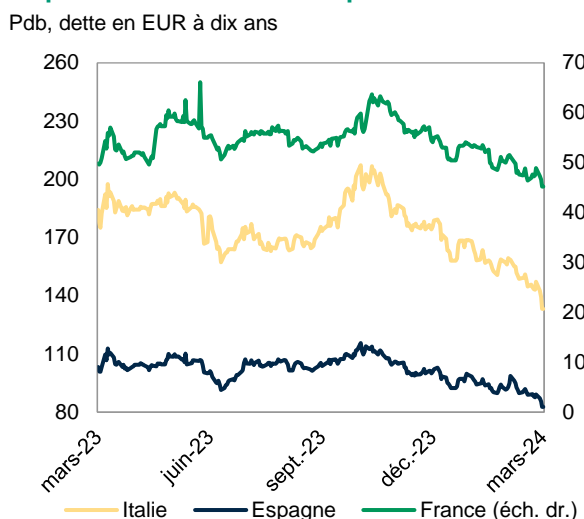
Taux de change des principales devises



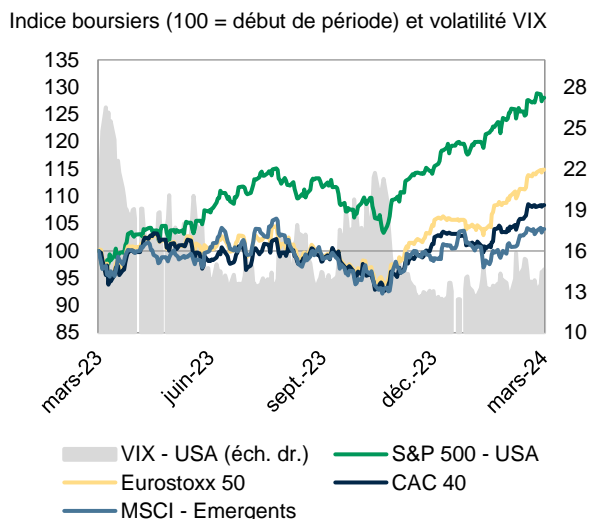
Taux d'intérêt en euro



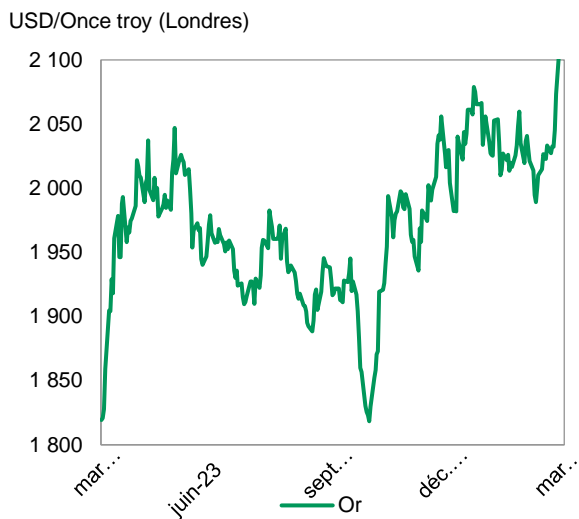
Spreads souverains européens avec le Bund



Marché actions

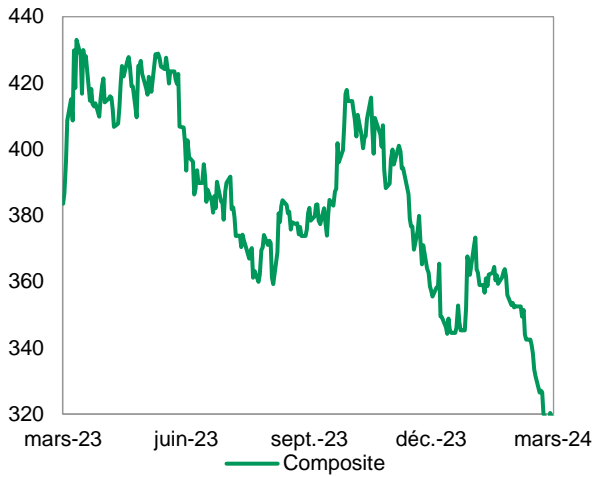


Cours de l'once d'or



Spreads souverains émergents avec le T-Bond

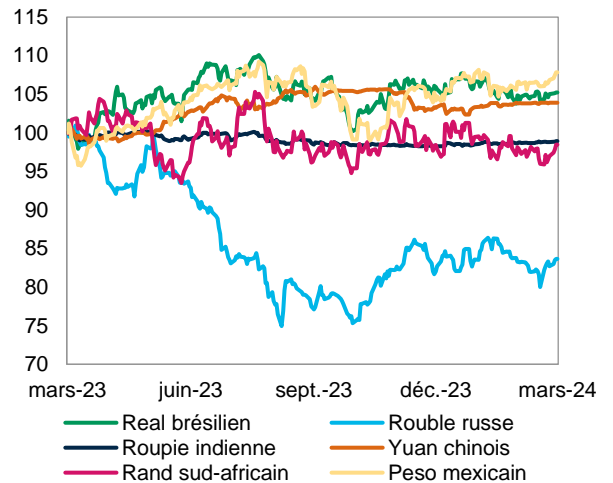
Indices EMBI+ (pdb, dette en USD de plus d'un an)



Source : JP Morgan

Devises émergentes

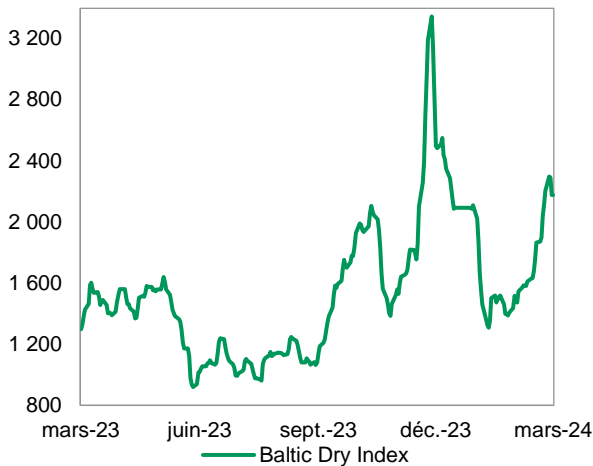
/USD (indice 100 = début de période)



Source : Thomson Reuters

Coût du transport maritime de vrac sec

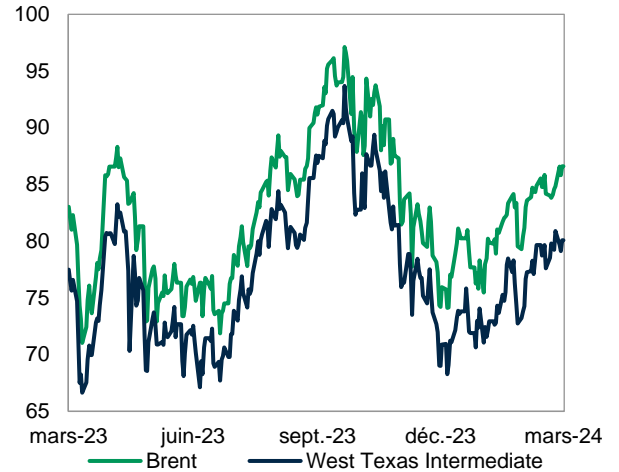
Baltic Dry Index (USD/point)



Source : Baltic Exchange

Cours du baril de pétrole brut en USD

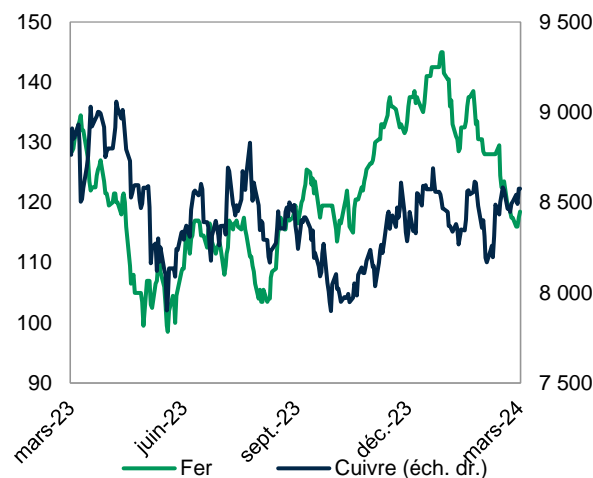
Brent (mer du Nord) et WTI (golfe du Mexique)



Source : Thomson Reuters

Cours des métaux

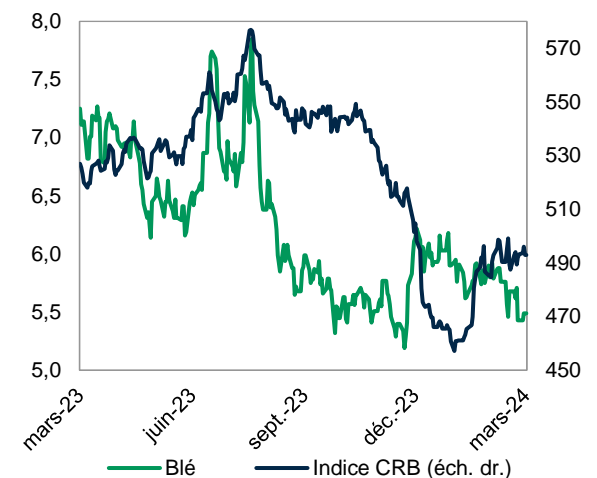
USD/tonne métrique



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
07/03/2024	<u>À l'approche des élections générales en Inde, Narendra Modi fait face à la colère des agriculteurs</u>	Inde
07/03/2024	<u>Géoéconomie – Tensions et recompositions</u>	Monde
05/03/2024	<u>Italie – Meilleur temps pour les ménages</u>	Italie
04/03/2024	<u>France – Une pluie d'indicateurs, des signaux mitigés concernant la conjoncture</u>	France
01/03/2024	<u>Monde – L'actualité de la semaine</u>	Monde
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

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 LEBOUGRE (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.