

Perspectives

Hebdomadaire – N°24/078 – 22 mars 2024

MONDE – L'actualité de la semaine

☞ Des marchés financiers satisfaits des perspectives de baisse des taux	2
☞ Italie : baisse de la production industrielle en janvier	3
☞ Allemagne : évolution positive du climat des affaires	3
☞ Espagne : le plan de relance espagnol accélère le pas	4
☞ Royaume-Uni : l'inflation s'approche un peu plus de la cible, mais des risques demeurent.....	5
☞ Bank of England : les deux membres « faucons » ont rejoint la majorité	6
☞ Chine : confiance, guerre des prix et crédibilité, les maîtres-mots de ce début d'année	7
☞ Bahreïn : la réforme fiscale doit se poursuivre pour sortir le pays des soutiens externes	9
☞ Afrique sub-saharienne : trente ans après la dernière dévaluation du franc CFA, quelle stabilité pour la zone monétaire ?	10

Des marchés financiers satisfaits des perspectives de baisse des taux

Les investisseurs internationaux sont restés concentrés sur l'issue de la réunion de politique monétaire de la Réserve fédérale et sur l'actualisation de ses projections économiques et des anticipations de baisse de taux. Des prévisions et un discours qui ont permis de confirmer l'intention de la Fed de réduire trois fois ses taux directeurs d'ici la fin de l'année, soit de 75 points de base, une information favorablement accueillie par les investisseurs.

Les indicateurs conjoncturels américains ont continué de dessiner une croissance encore vigoureuse. L'indice PMI composite d'activité s'est maintenu en zone d'expansion à 52,2 points en mars, après 52,5 points en février. La confiance des constructeurs de logements a augmenté pour atteindre son plus haut niveau depuis juillet dernier (l'indice NAHB atteignant 51 points en mars, contre 48 points le mois dernier), soutenue par la baisse des taux hypothécaires depuis le pic d'octobre dernier. Par ailleurs, le nombre de permis de construire a significativement augmenté en février pour atteindre 1 518 000 de logements en rythme annualisé, soit une hausse de 1,9% par rapport à janvier et de 2,4% sur un an. Les mises en chantier ont elles aussi fortement augmenté (+10,7% sur un mois et +5,9% sur un an). Enfin, les nouvelles inscriptions hebdomadaires au chômage ont baissé de 2 000 personnes pour s'établir à 210 000 demandes, soulignant la résilience de l'emploi.

Quant à la Réserve fédérale américaine, elle a laissé la fourchette du taux des *Fed funds* inchangée à 5,25%-5,50% lors de sa réunion de politique monétaire. Une décision guidée par « une inflation qui reste encore élevée, mais dont l'histoire globale n'a pas fondamentalement changé » selon son président. Le chemin vers la cible de 2% se révèle « progressif et cahoteux » a ainsi ajouté Jerome Powell avant d'insister sur la volonté de l'institution de rester prudente en matière de baisse des taux. La vigueur de la croissance et de l'emploi persiste, plaidant pour une approche monétaire très graduelle et mesurée dans les mois à venir. Le FOMC a néanmoins confirmé les anticipations de trois baisses de taux d'intérêt cette année avec dix de ses membres sur dix-neuf se prononçant en faveur d'une baisse de trois quarts de point d'ici fin décembre selon le « *dot plot* ». Ils ont également relevé leur prévision de croissance pour 2024 à 2,1%, contre 1,4% auparavant, tout en inscrivant une baisse un peu moins rapide de l'inflation sous-jacente qui devrait ainsi s'établir à 2,6% en fin d'année, contre 2,4% dans leur dernière prévision de décembre. Par ailleurs, le président de la Fed a déclaré que « le jour approchait rapidement où la

banque centrale ralentirait le rythme de la réduction de son bilan », instillant l'idée d'une fin prochaine du resserrement quantitatif. Ce dernier a débuté à l'automne au rythme de 60 milliards de dollars de bons du Trésor et de 35 milliards d'obligations hypothécaires par mois, ayant permis de réduire les avoirs de l'institution de 1 400 milliards de dollars. C'est un signal réconfortant pour les marchés obligataires.

En zone euro, l'inflation du mois de février a été confirmée à +2,6%, après 2,8% en janvier, tandis que l'inflation sous-jacente a atteint 3,3%, après 3,6%. L'indice PMI composite d'activité de la zone a faiblement progressé, à 49,9 points en mars après 49,2 points en février, se rapprochant toutefois de la zone de stabilisation de l'économie après neuf mois de suite en zone de contraction. Cette relative amélioration est portée par le dynamisme des activités de services, alors que le secteur industriel se contracte davantage.

La banque centrale japonaise a mis fin à sa politique de taux d'intérêt négatifs en augmentant ses taux pour la première fois en dix-sept ans. Son taux cible est dorénavant fixé dans une fourchette entre 0 et 0,1% contre un objectif de -0,1% auparavant. La BoJ abandonne également sa politique de plafonnement des taux longs et ses achats d'actifs risqués, mais continuera d'acheter le même volume d'obligations d'État. Ce subtil changement de cap s'explique par le franchissement de la cible d'inflation de 2% depuis maintenant un an et se traduit avant tout par le passage d'une politique monétaire ultra-accommodante à une politique encore accommodante.

Portés par des anticipations de baisses des taux qui se précisent et les bons résultats trimestriels de plusieurs valeurs technologiques dans les semi-conducteurs, les marchés actions mondiaux ont prolongé leurs gains. L'*Eurostoxx 50* et le *S&P500* affichent ainsi des performances respectives de 0,9% et 2,4% sur la semaine. Sur les marchés obligataires, les rendements souverains ont globalement baissé avec un recul plus prononcé sur les maturités courtes, en raison des anticipations de baisse des taux. Les primes de risque française, italienne et espagnole ont très faiblement augmenté face au Bund à dix ans pour atteindre respectivement 46, 129 et 82 points de base. La devise européenne s'est légèrement dépréciée, de 0,6% face au dollar. Enfin, le prix du baril de pétrole en mer du Nord a progressé de 0,5%, digérant l'attaque d'un nouveau pétrolier en mer Rouge et une légère baisse des stocks de brut américain.

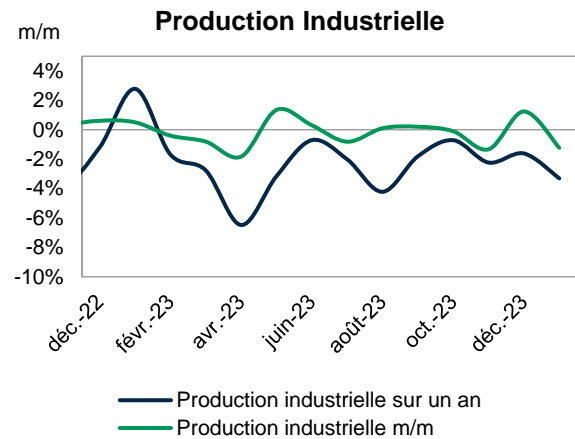
Zone euro

Italie : baisse de la production industrielle en janvier

Le mois de décembre n'aura été qu'un mirage. La production industrielle a de nouveau baissé en janvier, reculant de 1,2% par rapport au mois précédent et de plus de 3% sur un an. Toutes les catégories de biens sont concernées, mais les biens de consommation durables et les biens d'équipement enregistrent les plus fortes contractions d'un mois sur l'autre, avec respectivement -4,2% et -3,6%. Seul le secteur de l'énergie enregistre une progression positive de l'indice. Sur un an, l'écart est d'autant plus important puisque pour la production de biens de consommation durables, ce dernier avoisine 12%. Par branche d'activité, sur les seize secteurs manufacturiers répertoriés par l'Istat, treize sont dans le rouge. L'électronique, le papier & bois et les produits pharmaceutiques semblent être les plus en souffrance, avec pour la pharmacie une baisse de la production de 15% sur un an.

L'Italie n'est pas une exception en Europe. En zone euro, l'indice de production industrielle a baissé de 3,1% en janvier par rapport au mois précédent et de 6,1% sur un an.

Les principaux partenaires de l'Italie enregistrent également un mois de janvier en demi-teinte. En France, la production du secteur perd un point, tandis qu'en Allemagne, la légère reprise de janvier masque une industrie encore en difficulté, avec un recul de l'indice de près de 5,5% sur un an.



Source : Istat, Confindustria Crédit Agricole S.A.

✓ Notre opinion – Si la baisse de la production industrielle n'est pas une surprise au regard des enquêtes de confiance, son ampleur suggère des difficultés plus prononcées et plus durables, avec un acquis pour le premier trimestre fortement négatif à (-0,9%). L'impact cumulé du ralentissement des principaux partenaires et de la perte de compétitivité liée à l'énergie pénalise le secteur des biens d'équipement, tandis que le ralentissement de la consommation a des effets manifestes sur les biens durables. Aucun secteur ne semble pour le moment épargné.

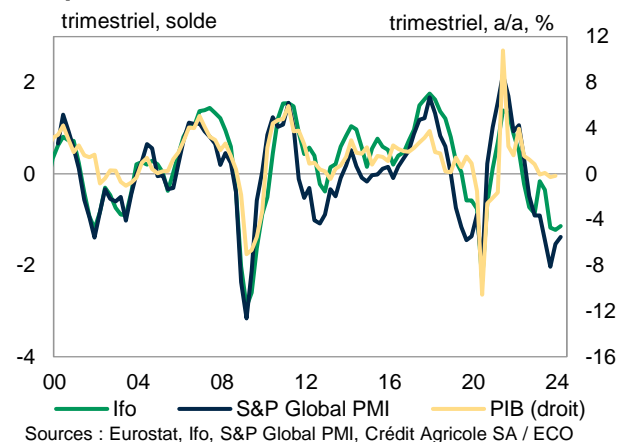
Allemagne : évolution positive du climat des affaires

L'indice Ifo, indicateur avancé de l'activité économique s'est élevé à 87,8 en mars, après 85,7 en février, soit le deuxième mois consécutif en hausse. L'orientation positive s'étend à tous les secteurs analysés. Le solde du secteur manufacturier s'est établi à -10 en mars, après -17,1 en février, récupérant le terrain perdu au cours du second semestre 2023. Le solde du secteur de la construction s'est établi à -33,5 (après -35,4), soit le deuxième mois consécutif en hausse. Le solde du commerce s'est établi à -22,9 (après -30,8), c'est le secteur qui a le plus amélioré son climat des affaires au cours du dernier mois.

Le solde du secteur des services est revenu en territoire positif après être passé de -4,0 à 0,3. Les résultats sont positifs à la fois dans l'évaluation de la situation actuelle, mais surtout dans l'évaluation des perspectives des entreprises pour les six prochains mois. Dans les deux composantes, se distinguent le secteur manufacturier, dont l'évaluation de la situation actuelle a augmenté de 4,3 points et dont l'évaluation des perspectives des entreprises pour les six prochains mois a augmenté de 9,7 points, et

le secteur du commerce, avec des hausses de 5 et 9,6 points respectivement.

Enquêtes sur l'évolution du climat des affaires



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

L'indice des directeurs d'achat (PMI) produit par S&P Global est également un indicateur avancé de l'activité économique qui suit les directeurs d'achat des secteurs manufacturier et des services. L'indice

composite préliminaire est passé de 46,3 à 47,4 en mars, s'approchant du niveau de 50 points qui indique une expansion de l'activité. L'indicateur s'est amélioré dans toutes les composantes, à l'exception de l'emploi et des prix, ce qui reflète les effets du ralentissement de l'activité économique et de l'augmentation des salaires sur les coûts d'embauche et de production en mars. Cette dégradation est le résultat de l'évaluation négative faite par les

directeurs des achats, tant sur les coûts de passation des marchés que sur les coûts de production, ainsi que sur les stocks, qui ont continué de baisser après des mois de faiblesse de la demande. Toutefois, l'évaluation des nouvelles commandes dans le secteur manufacturier s'est élevée à 42 points en mars, après 40,7 en février, mais signale encore une contraction de la demande.

✓ Notre opinion – *Les principales enquêtes sur l'évolution du climat des affaires publiées cette semaine consolident le sentiment d'amélioration des perspectives de l'économie allemande. Les données détaillent également les effets négatifs que la faible consommation enregistrée ces derniers mois a eu sur l'activité économique. Cependant, le gain progressif du pouvoir d'achat des consommateurs devrait réactiver la production, bien que le PIB ne retrouverait pas un rythme de croissance positif qu'au second semestre.*

Espagne : le plan de relance espagnol accélère le pas

Le montant total des subventions pour l'Espagne dans la première phase du Plan de relance s'élève à 69,5 milliards d'euros, qui seront versés jusqu'en 2026, sous réserve du respect des objectifs liés à la réalisation des investissements et des réformes. Sur cette somme, l'Espagne a reçu de la Commission européenne 37 Mds € jusqu'à présent. Au total, les fonds NGEU disponibles pour l'Espagne s'élèvent à 163 Mds € : à la première phase s'ajouteront, via

l'ADENDA, 10,3 Mds € supplémentaires de subventions et jusqu'à 83,2 Mds € de prêts.

L'Espagne a inclus dans le budget 2023 35,9 Mds € de la Facilité de reprise et de résilience, principal instrument du NGEU. Ce montant comprend des fonds des budgets précédents qui n'ont pas été alloués.

✓ Notre opinion – *Quel est le bilan en termes de réformes et investissements ?*

En 2023, de nombreux projets budgétisés ont démarré, pour un montant total d'environ 28,4 Mds € (presque 80% du budget prévu pour 2023), selon les données d'exécution budgétaire. Cependant, lorsqu'il s'agit d'évaluer l'exécution des fonds, cette estimation est trop large, car elle inclut des projets dans lesquels les fonds sont disponibles pour le secteur public, mais pour lesquels les bénéficiaires des aides associées n'ont pas encore été déterminés. En se concentrant sur les versements de l'État aux bénéficiaires finaux, on constate que l'État a déboursé environ 16 Mds €, contre 24 Mds € pour l'ensemble de la période 2021-2022. Ainsi, le niveau d'exécution budgétaire des fonds lors de cette première phase du plan a été de plus de 40 Mds €, soit 59% des fonds budgétés (ce chiffre était de 34,5% fin 2022). On observe donc que l'exécution prend progressivement de la vitesse après un départ initial quelque peu hésitant.

En ce qui concerne les PERTE, les appels à projets conclus depuis le début en 2022 ont accumulé près de 12 Mds € (dont 7 Mds € relatifs à l'année 2023), sur un total à mobiliser de plus de 41 Mds €. On observe une forte hétérogénéité dans l'exécution entre les PERTE bénéficiant d'une dotation plus élevée. Ainsi, le projet du véhicule électrique connecté arrive à 3,6 Mds € utilisés et celui des énergies renouvelables à 3,3 Mds €, tandis que ceux du domaine des semi-conducteurs et du cycle de l'eau en sont encore à leurs stades initiaux. Dans tous les cas, la complexité de ces projets ambitieux se révèle dans l'état d'exécution budgétaire des fonds, qui devra accélérer pour épuiser les ressources en 2026.

Quant aux réformes nécessaires pour recevoir les déboursements, en 2023, la plupart du calendrier convenu avec Bruxelles a été respectée. Plus précisément, la deuxième partie de la réforme des retraites, les lois sur le logement, sur l'emploi et sur les universités ont été approuvées. Les trois premières étaient prévues pour le second semestre 2022, mais elles ont été adoptées au cours du premier semestre 2023 et sont actuellement examinées par la Commission en vue d'approuver le versement de 10 Mds € demandé par l'Espagne pour le quatrième versement du NGEU.

Si les fonds non exécutés en 2023 se réalisent en 2024, le montant total pourrait se situer autour de 20 Mds €, de sorte que la contribution du NGEU à la croissance du PIB cette année ne serait pas négligeable et pourrait atteindre 0,4 pp. En fin de compte, ces fonds continueront d'être l'un des piliers de la croissance.

Royaume-Uni

Royaume-Uni : l'inflation s'approche un peu plus de la cible, mais des risques demeurent

Le taux d'inflation des prix à la consommation, mesuré par l'indice CPI, est reparti à la baisse en février atteignant 3,4% sur un an, après 4% en décembre et en janvier (en ligne avec notre prévision, mais 0,1 point en-dessous de la prévision du consensus et de celle de la *Bank of England*). Il s'agit d'un plus bas depuis septembre 2021, alors que l'inflation avait atteint un pic à 11,1% en octobre 2022.

Le taux d'inflation sous-jacent, mesuré par l'indice CPI hors énergie, alimentation, alcool et tabac, a aussi baissé fortement, à 4,5%, un plus bas depuis janvier 2022, après avoir été stable à 5,1% sur la période de novembre à janvier.

La modération du taux d'inflation en février est en grande partie due à des effets de base favorables : l'indice CPI a progressé de 0,6% en variation mensuelle en février 2024, contre +1,1% en février 2023. Même constat pour la baisse de l'inflation sous-jacente : en variation mensuelle, l'indice CPI hors énergie, alimentation, alcool et tabac progresse de 0,6%, contre le double (+1,2%) en février 2023.

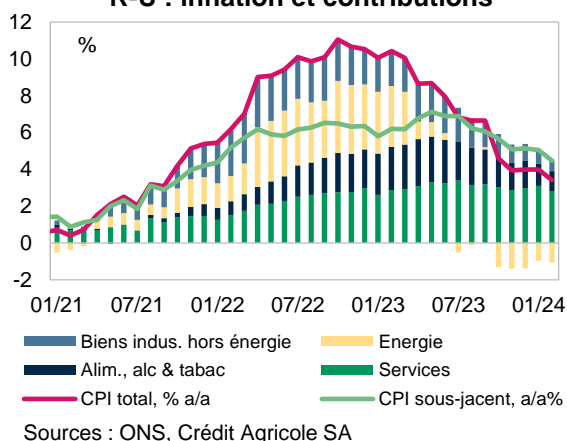
La modération du taux d'inflation depuis son pic s'explique surtout par la baisse des prix de l'énergie et la nette baisse de l'inflation des biens industriels, tandis que l'inflation dans les services est la principale source de rigidité. Néanmoins, la désinflation concerne la quasi-totalité des composantes de l'indice CPI.

Le taux d'inflation dans les services diminue à 6,1%, après un léger rebond en février à 6,5%. Il est au plus bas depuis janvier 2023. Le taux d'inflation des biens industriels hors énergie baisse sous 2%, à 1,9%, contre 2,7% en janvier, touchant un plus bas depuis avril 2021. L'inflation de l'énergie quant à elle remonte un peu, mais reste très négative à -13,8%

contre -14,9% en janvier. Celle des produits alimentaires, alcool et tabac atteint 6,7% , en baisse continue depuis un pic à 16% en avril 2023.

Les composantes qui contribuent le plus à la baisse du taux d'inflation sont l'alimentation (taux d'inflation sur un an à 5% contre 6,9% en janvier) et les prix dans les hôtels, les cafés et les restaurants (+6% sur un an contre +7% en janvier). *A contrario*, les services au logement et la composante transport ont exercé des pressions à la hausse sur le taux d'inflation. En effet, le taux d'inflation des services au logement augmente pour le cinquième mois consécutif, à -1,7% sur un an, après -2,1% en janvier. Celui de la composante transport augmente pour le quatrième mois d'affilée, à -0,1% sur un an, contre -0,3% en janvier. Une hausse des prix des carburants a été seulement partiellement compensée par des baisses de prix des voitures d'occasion et des services de maintenance et de réparation.

R-U : inflation et contributions



✓ Notre opinion – Nous anticipons une forte baisse du taux d'inflation à court terme. En avril, l'inflation CPI atteindrait la cible de 2% grâce à une réduction d'environ 12% des tarifs de gaz et d'électricité. Nous anticipons une inflation inférieure à la cible en moyenne au deuxième trimestre avec un point bas à 1,5% en juin, avant une remontée au second semestre. L'inflation resterait toutefois proche de la cible, à un rythme prévu à 2,1% au quatrième trimestre 2024.

Bien que notre scénario central table sur une inflation proche de la cible à moyen terme, les risques autour des prévisions d'inflation restent orientés à la hausse. Une nouvelle poussée inflationniste est possible si les conflits géopolitiques venaient à persister, en mer Rouge en particulier. Les indicateurs avancés ne rassurent pas complètement. Les indices des prix à la production des intrants ont continué de reculer en février, tandis que les prix des produits sortants rebondissent légèrement. De plus, les enquêtes PMI auprès des directeurs d'achat de mars, publiés cette semaine, signalent, d'une part, des pressions inflationnistes en hausse dans le secteur manufacturier dues aux prix des matières premières et aux coûts des transports et, d'autre part, des pressions persistantes sur les salaires dans les services. Celles-ci restent le principal facteur de hausse des coûts de production dans ce secteur. Les entreprises sont à présent plus aptes à répercuter leurs hausses de coûts sur les prix finaux dans un contexte de rebond de la demande depuis le début de l'année.

À moyen terme, les principaux risques sont ceux liés à la persistance des tensions sur le marché du travail. Bien qu'un apaisement soit à l'œuvre au regard de la baisse continue des postes vacants, le taux de chômage reste bas (3,9%), la croissance des salaires est toujours trop élevée (6,1% sur les trois mois à fin janvier) et le taux d'inactivité s'inscrit de nouveau en hausse (21,8%, soit 1 point de pourcentage au-dessus de son niveau d'avant-

Covid). En outre, une hausse de 10% du salaire minimum (National Living Wage) sera mise en place en avril, ainsi qu'une hausse significative des plafonds des salaires des travailleurs immigrés. Des effets de second tour risquent ainsi de continuer à tirer vers le haut les pressions inflationnistes, notamment dans les secteurs des services qui sont les plus intensifs en main-d'œuvre peu qualifiée.

Bank of England : les deux membres « faucons » ont rejoint la majorité

La banque centrale d'Angleterre (BoE) a laissé son taux directeur inchangé à 5,25% à l'issue de sa réunion de politique monétaire de mars, en ligne avec les anticipations. Les *minutes* de la réunion confirment que le prochain mouvement sur les taux devrait être une baisse, mais il y a des points de vue divergents sur les conditions nécessaires au passage à l'acte. À la lecture des *minutes* de la réunion, il nous semble qu'une réduction de taux pourrait arriver plus tôt qu'il n'est anticipé actuellement.

Tout d'abord, le résultat des votes montre une inflexion *dovish* significative. Alors qu'en février le Comité de politique monétaire était très divisé quant à l'orientation de la politique monétaire, à présent il n'y a qu'un seul membre dissident, Swati Dhingra. Celui-ci a continué de voter pour une baisse de taux de 25 points de base, jugeant que la politique monétaire restrictive pèse sur les niveaux de vie et sur les capacités d'offre de l'économie. Selon ce membre du MPC, les perspectives de demande restent faibles, à en juger par la baisse des postes vacants et la modération des indicateurs de croissance des salaires. La consommation des ménages n'a pas encore récupéré son niveau d'avant-Covid, contrastant avec les autres pays développés.

Les deux « faucons », Jonathan Haskel et Catherine L. Mann, qui auparavant votaient pour une hausse de taux supplémentaire, ont rejoint la majorité votant pour le maintien des taux inchangés. Le Comité est unanime sur le fait que la politique monétaire pèse sur l'activité dans l'économie réelle, favorise un assouplissement du marché du travail et pousse vers le bas les pressions inflationnistes. Néanmoins, les « indicateurs-clés de persistance de l'inflation restaient élevés ».

Dans le même temps, les *minutes* indiquent qu'il y a des points de vue divergents concernant le degré de persistance des pressions inflationnistes. D'un côté, les indicateurs nominaux de haute fréquence suggèrent d'ores et déjà la présence d'un impact significatif de la politique monétaire sur les composantes les plus persistantes de l'inflation. De l'autre, la croissance des salaires reste trop élevée et ne devrait

se modérer que lentement. Il serait par ailleurs peu probable que l'inflation dans les services retourne à la cible suffisamment rapidement. Quelques risques haussiers demeurent autour des prévisions à la fois d'inflation et des salaires.

Les conditions ne sont donc pas encore réunies pour justifier un changement d'orientation de la politique monétaire à ce stade et il y a une divergence de vue sur les éléments de preuve qui seraient nécessaires avant d'opérer une baisse de taux. Le Comité de politique monétaire continuera d'examiner le caractère restrictif de la politique monétaire à chaque réunion.

Néanmoins, à part ces « mises en garde », les *minutes* incluent quelques changements de langage qui font apparaître une tonalité plus accommodante. Ainsi, il est noté que « le Comité reconnaît que l'orientation de la politique monétaire pourrait rester restrictive, même si le taux directeur venait à être réduit, étant donné qu'il se trouve déjà à un niveau restrictif. »

Le Comité envisagerait-il donc d'ores et déjà l'éventualité d'une baisse de taux qui pourrait arriver plus tôt que prévu ? C'est possible, si l'inflation continue de surprendre à la baisse. Comme nous, la BoE anticipe une baisse du taux d'inflation sous la cible au deuxième trimestre, mais elle serait suivie d'un rebond aux troisième et quatrième trimestres à près de 2,8%, une prévision probablement trop élevée. Il est vrai que les risques sont orientés à la hausse à court terme en raison des risques géopolitiques. De plus, l'économie devrait connaître une reprise pendant la première moitié de l'année, comme suggéré par les enquêtes, ce qui implique un risque haussier supplémentaire. Une politique budgétaire légèrement moins restrictive devrait y contribuer (la BoE anticipe un impact de 0,25% sur le niveau du PIB à long terme en raison des mesures annoncées par le gouvernement dans le budget de mars). En revanche, la BoE considère que les implications sur l'inflation devraient être moindres, étant donné un impact positif également escompté sur l'offre. Enfin, la BoE estime à présent que « les risques liés aux pressions domestiques sur les prix et les salaires sont équilibrés ».

☑ Notre opinion – *On constate des orientations significativement plus « dovish » lors de cette réunion de politique monétaire de mars, qui augmentent le risque de voir la première baisse de taux arriver plus tôt que prévu. Nous anticipons toujours pour le moment une première baisse au mois d'août prochain. Une inflation des services et une croissance des salaires trop élevées, et qui ne devraient baisser que lentement, incitent effectivement à la patience. De plus, la récession étant vraisemblablement derrière nous, l'économie devrait avoir entamé un cycle de reprise graduelle depuis le début de l'année, ce qui rend moins urgente la nécessité de baisser les taux pour soutenir l'économie.*

Pays émergents

Asie

👉 Chine : confiance, guerre des prix et crédibilité, les maîtres-mots de ce début d'année

Après une pause statistique en raison du Nouvel An lunaire, les données d'activité pour janvier et février ont été publiées cette semaine. Si certaines composantes ont surpris à la hausse, à commencer par la production industrielle (7% en glissement annuel) soutenue par la demande extérieure (les exportations ont progressé de 8,2% en janvier et de 5,6% en février), la Chine demeure enfermée dans ses difficultés structurelles, en particulier dans le secteur immobilier.

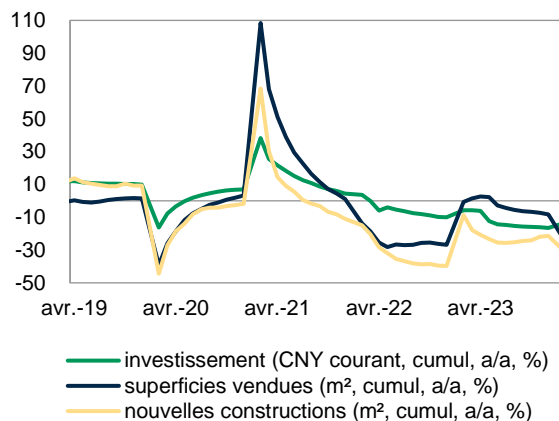
Premier impératif : créer le choc de confiance

La confiance, ou plutôt son absence, se lit partout : dans les chiffres des ventes au détail (5,5% en février, ce qui a déçu le consensus), dans ceux de l'investissement privé, dans le niveau des importations (-8,2% en février) et surtout dans les indicateurs du marché immobilier. C'est surtout ce dernier qui concentre les inquiétudes, car loin de s'améliorer le début d'année a marqué une nouvelle dégradation des variables-clés : mises en chantier, superficies vendues et nouvelles constructions. Fragilisé par la faillite de près de 50% des promoteurs, le secteur immobilier demeure bloqué dans la première étape de sa lente mue : achever les chantiers démarrés et payés par les ménages qui présentent encore une certaine rentabilité.

Il faut dire que alors que le nombre de nouveaux chantiers a chuté de 60% par rapport au pic de 2019, les prix ne se sont ajustés que de 6,3% en 2023 en moyenne dans les grandes villes. Ce chiffre cache des disparités entre les mégapoles concentrant encore une pression démographique importante (Pékin, Shanghai, Shenzhen) et les autres, mais est révélateur de la volonté des autorités de réguler l'ampleur de la baisse des prix et ce pour trois raisons :

- 1 – Éviter un effet de richesse négatif, le secteur immobilier concentrant 70% des actifs des ménages urbains ;
- 2 – Éviter un effet de contagion sur le système bancaire en cas de baisse très brutale des prix, alors même que ce dernier demeure encore plutôt solide malgré son exposition au secteur immobilier ;
- 3 – Ne pas alimenter encore plus la déflation et risquer que la guerre de prix déjà en cours dans le secteur des véhicules électriques ne se propage à d'autres secteurs de l'économie.

Chine : immobilier résidentiel

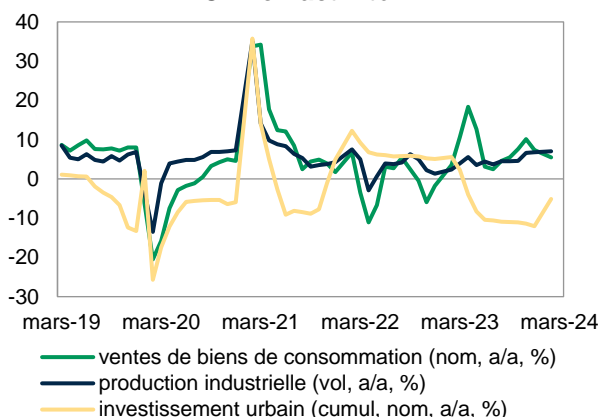


Source : NBS

Deuxième impératif : éviter la guerre des prix

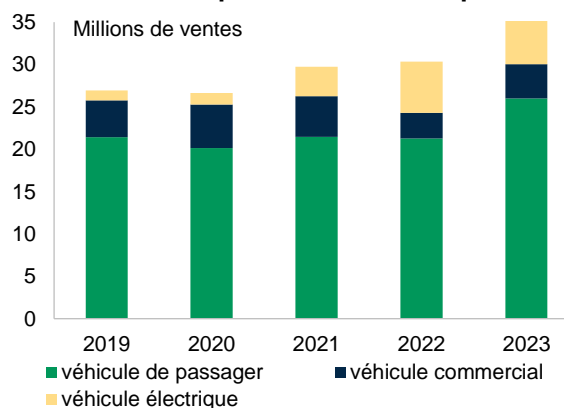
C'est que cette dernière fait rage sur le marché des véhicules électriques. À l'offensive, BYD, le fabricant de batterie devenu géant de l'automobile en Chine. En 2023, le constructeur a supplanté Tesla comme premier producteur mondial de véhicules électriques, et la Chine est devenue le premier exportateur de voitures devant le Japon et l'Allemagne. Plus solide financièrement que la plupart de ses concur-

Chine : activité



Source : NBS

Chine: l'explosion de l'électrique



Sources : CAAM. Crédit Agricole S.A/ECO

rents, BYD a procédé depuis le début de l'année à de nouvelles baisses de prix sur ses modèles d'entrées de gamme, avec des tarifs démarrant sous les 10 000 dollars.

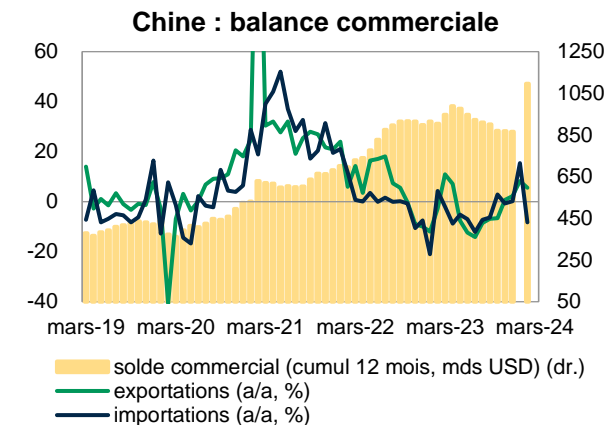
Cette guerre des prix est dangereuse. Bien sûr, elle bénéficie aux consommateurs à court terme en stimulant la concurrence. Mais elle intervient dans un contexte de faible niveau de la demande dans l'économie chinoise, déjà marqué par une inflation très faible, voire négative. Si la hausse des prix est enfin revenue en territoire positif en février (0,8% en glissement annuel), c'est surtout grâce à un effet de base favorable et à la période du Nouvel An lunaire, généralement propice à une hausse des prix dans les activités liées aux célébrations (transports, hôtellerie, restauration etc.).

Dans le secteur automobile, la guerre des prix ne peut avoir lieu que sous deux conditions : le niveau élevé des subventions accordées par les autorités (directement aux constructeurs pour la recherche et développement par exemple et aux acquéreurs) et la baisse des marges des producteurs. Cette baisse est acceptée à court terme car les constructeurs automobiles visent bien sûr les marchés à l'exportation, notamment européens, sur lesquels le niveau des prix pourra être plus élevé tout en restant compétitif par rapport aux marques américaines ou européennes.

Or, l'Union européenne semble de plus en plus réticente à l'idée d'ouvrir grand la porte du marché unique aux véhicules électriques chinois, quand bien même ses consommateurs pourraient profiter de prix moins élevés, et donc faire augmenter le taux de pénétration de l'électrique face aux moteurs plus polluants. La Commission a ainsi engagé des enquêtes sur le niveau réel des subventions chinoises dans le secteur, avec l'idée d'utiliser cet argument pour dénoncer une concurrence déloyale, et donc mettre en place des barrières tarifaires et non-tarifaires supplémentaires.

Une offensive de ce type serait une très mauvaise nouvelle pour l'économie chinoise, qui compte plus que jamais sur son industrie manufacturière, et notamment les « *new three* » (véhicules électriques, panneaux solaires et batteries) pour maintenir son appareil industriel et écouler les surcapacités qui ne peuvent être absorbées par un marché domestique atone. En février, l'excédent commercial cumulé sur douze mois a atteint un nouveau record en

dépassant largement les 1 000 milliards de dollars (1 096 Mds).



Source : Administration générale des douanes

Troisième impératif : proposer un discours politique efficace et crédible

C'était, jusqu'à la crise du Covid, le grand point fort de la Chine. Mais depuis quatre ans, les attentes des marchés semblent désalignées de celles des autorités. Les marchés ont d'abord été déçus par le dynamisme de la reprise début 2023, puis par ce qu'ils considéraient comme une insuffisance de soutien budgétaire de la part de l'État. Résultat, certaines décisions (par exemple, le soutien aux marchés actions qui commençaient à dévisser trop rapidement) ont été annoncées à la hâte, et n'ont fait qu'accroître les craintes sur l'état réel de l'économie.

Cumulées sur trois ans, les mesures de soutien sont loin d'être dérisoires, même si leur niveau n'a rien de comparable avec celui des grandes relances de 2008 et 2015. Cependant, elles manquent d'efficacité pour convaincre investisseurs et ménages, et c'est peut-être ça qui tranche le plus avec le passé et la formidable capacité qu'avait la Chine à trouver les bons leviers pour réactiver son cycle.

À bien y regarder, le discours des autorités est pourtant cohérent avec ses actions : celui d'une priorité donnée à la stabilité politique, au désendettement – en particulier des collectivités, responsables de bien des dérives dans ce domaine – mais aussi à la place de l'État, du secteur public et surtout du Parti au centre de la vie économique du pays. Le problème viendrait alors peut-être du refus des marchés d'accepter ce changement.

Moyen-Orient et Afrique du Nord

Bahreïn : la réforme fiscale doit se poursuivre pour sortir le pays des soutiens externes

Malgré de timides réformes fiscales depuis 2020, le modèle économique de Bahreïn reste toujours celui d'un quasi-paradis fiscal dont l'essentiel des ressources financières est issu des taxes pétrolières qui apportent 69% des ressources, alors que le pétrole ne représente plus que 23% du PIB. Ces recettes sont désormais complétées par une TVA passée d'un taux marginal de 5% en 2020 à 10% en 2023, mais dont l'apport reste encore modeste.

Grâce à la bonne conjoncture pétrolière depuis 2021, illustrée par le fort redressement des prix du pétrole *post-Covid*, le pays extériorise des excédents courants qui semblent pérennes entre 80 et 100 dollars le baril. Le maintien de l'excédent budgétaire reste, lui, très fragile et un déficit sera constaté en 2023, estimé à 1% du PIB. En conséquence, la dette publique, à 118% du PIB fin 2022, ne baisse pratiquement plus.

Le surendettement passé avait effectivement nécessité l'aide financière massive de l'Arabie et les Émirats en 2018 (10 Mds USD soit 27% PIB) pour éviter une crise de liquidité, un défaut souverain et une sortie du régime de change fixe au dollar américain. À ce stade, ce surendettement ne diminue qu'à la marge et extrêmement lentement.

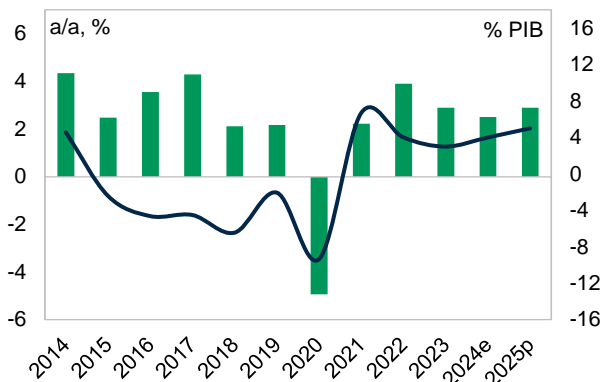
Le modèle de développement du pays (pétrole et finance *offshore* mais aussi tourisme et aluminium) reste très concurrencé par celui des Émirats. Les autorités ont eu beaucoup de difficulté à abandonner (même partiellement) le statut de paradis fiscal et à réduire les dépenses excessives. Cette année 2024, le gouvernement envisage la mise en place d'un

impôt sur les sociétés à taux modéré. Pendant les années 2010, celles des déséquilibres externes et fiscaux ont été corrigées tardivement en 2020 et au prix d'un surendettement (externe à 2,4 fois le PIB et public à 112% du PIB en 2023). Les réserves en devises restent abondées par les pays du Golfe et la solvabilité souveraine et externe est médiocre comme l'illustre le *rating* très bas (B+ et B2).

Autre activité économique d'importance pour le royaume : la finance internationale. Le secteur bancaire bahreïni, de son côté, reste dual et hypertrophié. Le secteur domestique (banque de détail) a une taille de plus de deux fois le PIB en raison d'un trop grand nombre de banques concurrentes, de son internationalisation et du financement élevé de la dette souveraine. Liquide et bien capitalisé, il est peu rentable malgré un ratio de créances douteuses stable et contenu à 3,1%. Le secteur bancaire *offshore* (banque des entreprises) est hypertrophié à 2,8 fois le PIB, mais il est sanctuarisé hors des comptes domestiques et n'aurait pas d'impact économique dans le pays en cas de défaillance. Il reste trop dépendant des financements externes en devises en provenance des autres pays du Golfe.

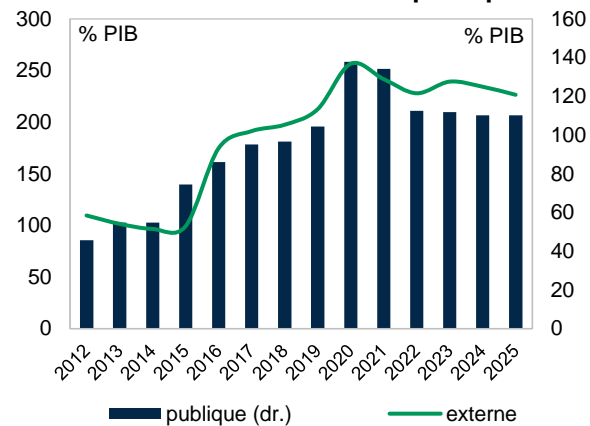
La capacité de l'État et de la Banque centrale en tant que prêteurs en dernier ressort est quasi inexistante en raison de leurs surendettements respectifs. Ils n'auraient donc pas les moyens de porter secours à une grande banque en difficulté et encore moins en cas d'un déclenchement d'un risque systémique bancaire.

Bahreïn : PIB et solde courant



Sources : Banque centrale, EIU, Crédit Agricole S.A.
■ PIB
— Solde courant (dr.)

Bahreïn : dettes externe et publique



Sources : Banque centrale, EIU, Crédit Agricole S.A.
■ publique (dr.)
— externe

✓ Notre opinion – En 2024, la croissance devrait progresser à 2,9% et le solde courant rester excédentaire, aidé par l'extension de la raffinerie de Sitra qui va dynamiser les exportations de pétrole. L'endettement excessif devrait se stabiliser, mais ne pourra se réduire que si des réformes fiscales plus vigoureuses sont entreprises. Les autorités semblent évoluer sur cette question et, après la mise en place d'une TVA et l'augmentation de son taux, elles envisagent de mettre en place un impôt sur les sociétés sans doute modeste. Mais c'est un premier pas pour envisager, dans un avenir sans doute encore lointain, de se passer des soutiens financiers externes récurrents des pays du Golfe.

Afrique sub-saharienne

Afrique sub-saharienne : trente ans après la dernière dévaluation du franc CFA, quelle stabilité pour la zone monétaire ?

Il y a trente ans, quatorze pays africains assistaient stupéfaits à la dévaluation du franc CFA de 50%. Aujourd'hui, qu'en est-il de la stabilité de la zone franc ?

Tout d'abord, la zone franc est un espace économique et monétaire qui réunit l'UEMOA, la CEMAC, l'Union des Comores et la France.

- ✓ **L'Union économique et monétaire ouest-africaine (UEMOA)** comprend le Bénin, le Burkina Faso, la Côte d'Ivoire, la Guinée-Bissau, le Mali, le Niger, le Sénégal et le Togo.
- ✓ **La Communauté économique et monétaire de l'Afrique centrale (CEMAC)** comprend le Cameroun, la Centrafrique, le Congo, le Gabon, la Guinée équatoriale et le Tchad.
- ✓ **L'Union des Comores.**

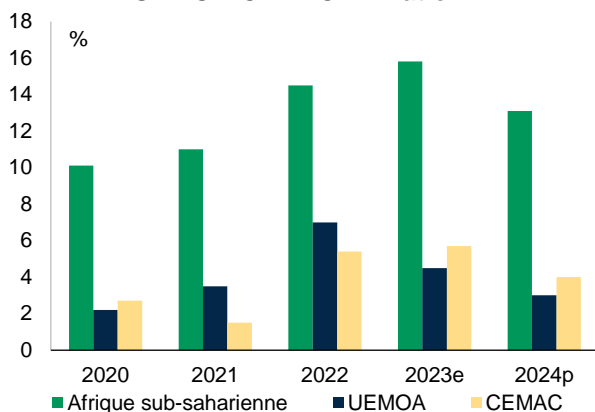
L'objectif de la zone franc est simple : favoriser la stabilité monétaire et financière. Pour cela, le cadre institutionnel du franc CFA s'appuie sur deux principes de coopération monétaire :

- ✓ **Une parité de change fixe** avec l'euro ;
- ✓ **Une garantie de convertibilité illimitée** par le Trésor français.

Ces principes sont vecteurs de plusieurs avantages, en théorie : celui de se prémunir contre le risque de change d'une part, celui de favoriser la stabilité des prix d'autre part.

Aujourd'hui, les perspectives économiques de l'UEMOA et de la CEMAC laissent entendre raison aux bienfaits de la zone monétaire qui connaît une croissance plus forte que l'ensemble de la région Afrique sub-saharienne. De plus, l'ancrage du franc CFA à l'euro a épargné les pays membres de la zone franc des effets inflationnistes de la guerre en Ukraine.

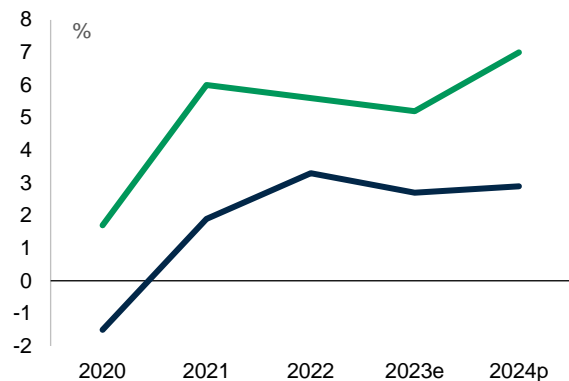
UEMOA-CEMAC : inflation



Sources : FMI, Crédit Agricole S.A.

Pour autant, on constate de fortes disparités, en termes de croissance, entre l'UEMOA et la CEMAC, compte tenu de la structure différenciée de leurs échanges commerciaux : les pays de la CEMAC étant majoritairement exportateurs d'hydrocarbures contrairement aux pays de l'UEMOA.

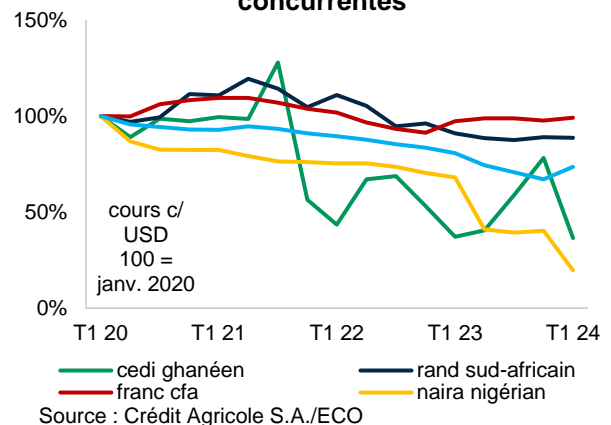
UEMOA-CEMAC : croissance



Sources : FMI, Crédit Agricole S.A.

Par ailleurs, le franc CFA nourrit certaines controverses. D'un point de vue économique, la parité fixe empêche toute dévaluation compétitive. Par conséquent, le franc CFA, en tant que monnaie forte, pousse les pays membres de la zone monétaire à importer plutôt que de produire, donnant naissance à des balances commerciales souvent déficitaires.

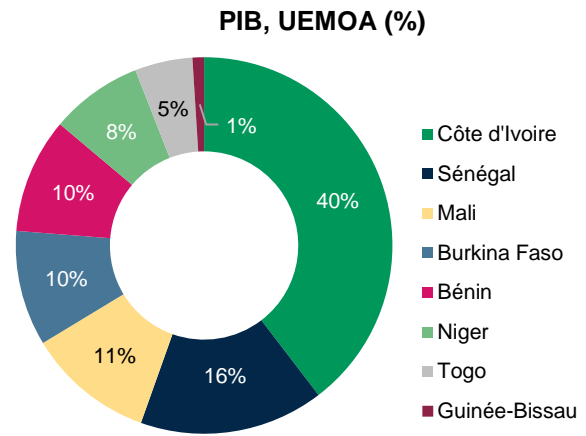
Franc CFA et monnaies concurrentes



Enfin, le franc CFA ne semble pas avoir dynamisé le commerce intra-régional dans la mesure où les pays de la zone franc continuent d'échanger très peu entre eux.

D'où l'ambition prêtée aux juntes qui dirigent le Mali, le Burkina Faso et le Niger d'abandonner le franc CFA. Souhaitant approfondir leur coopération économique et monétaire, les États membres de l'Alliance du Sahel (AES) ont annoncé, sur fond de rhétorique souverainiste, leur volonté de créer leur propre monnaie à l'instar de ce qu'avaient pu faire la Mauritanie ou Madagascar en 1973.

Or, cette décision pourrait ne pas être sans conséquences pour la stabilité de la zone franc et, plus particulièrement, pour l'UEMOA dont on rappelle que le Mali, le Niger et le Burkina Faso représentent près de 30% du PIB.

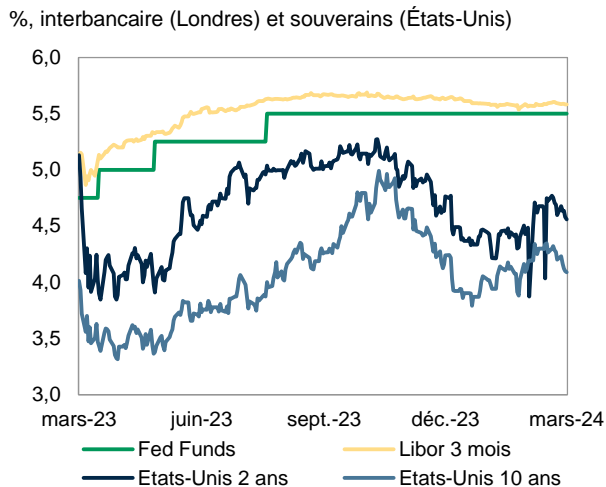


Sources : FMI, Crédit Agricole S.A.

☑ Notre opinion – *Le franc CFA contribue à la stabilité financière et monétaire de nombreux pays africains qui connaissent, depuis plusieurs décennies, une inflation sensiblement inférieure à celle de leurs voisins. Pour autant, il n'en demeure pas moins que les ambitions d'Ousmane Sonko et de Bassirou Diomaye Faye, au Sénégal, de sortir du franc CFA ou les tensions politiques croissantes entre la France et les juntes du Sahel alimentent, à ce stade, des incertitudes quant à l'évolution de la zone monétaire.*

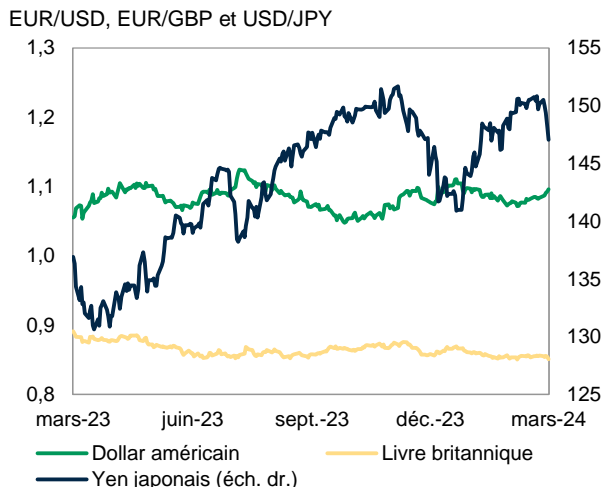
Tendances à suivre

Taux d'intérêt en dollar américain



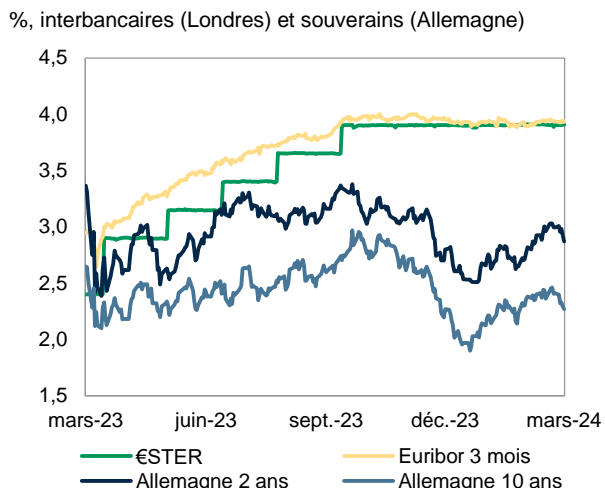
Source : Thomson Reuters

Taux de change des principales devises



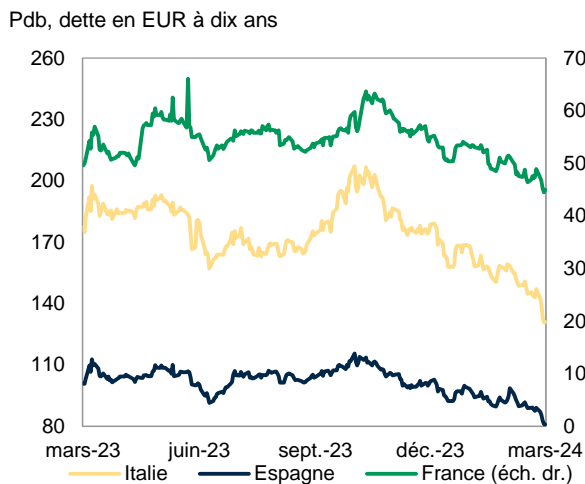
Source : Thomson Reuters

Taux d'intérêt en euro



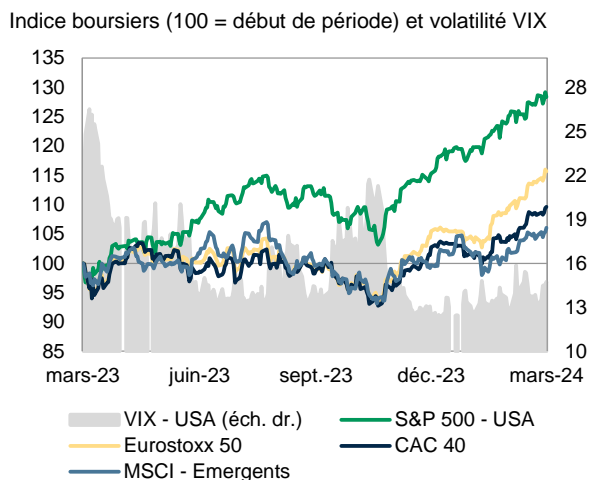
Source : Thomson Reuters

Spreads souverains européens avec le Bund



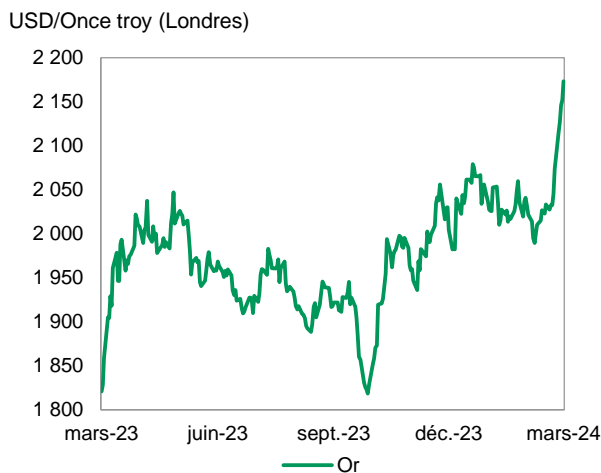
Source : Thomson Reuters

Marché actions



Source : Thomson Reuters

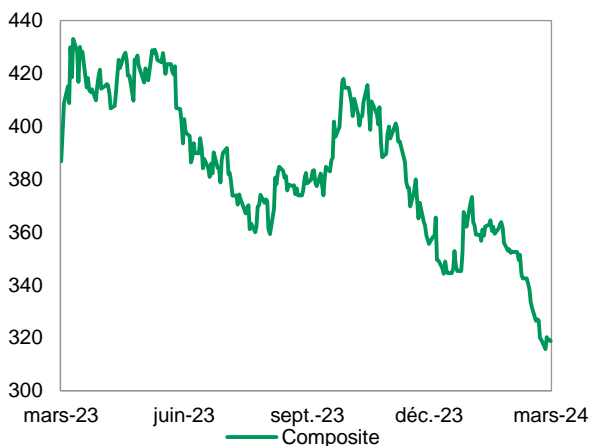
Cours de l'once d'or



Source : Thomson Reuters

Spreads souverains émergents avec le T-Bond

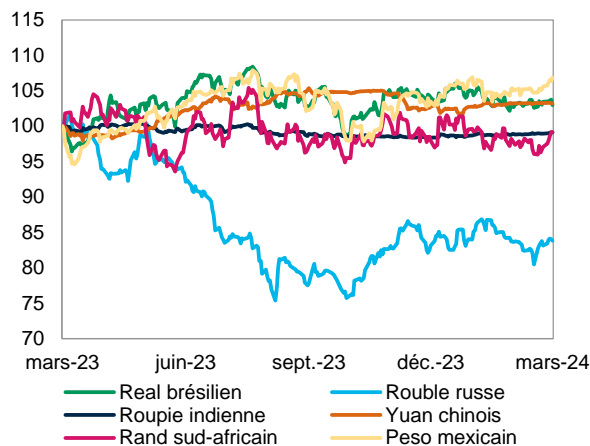
Indices EMBI+ (pdb, dette en USD de plus d'un an)



Source : JP Morgan

Devises émergentes

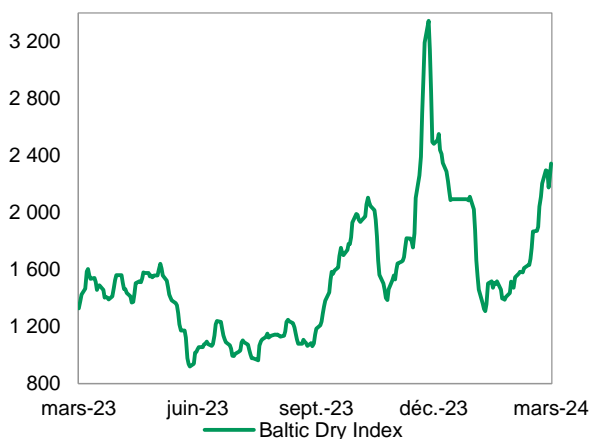
/USD (indice 100 = début de période)



Source : Thomson Reuters

Coût du transport maritime de vrac sec

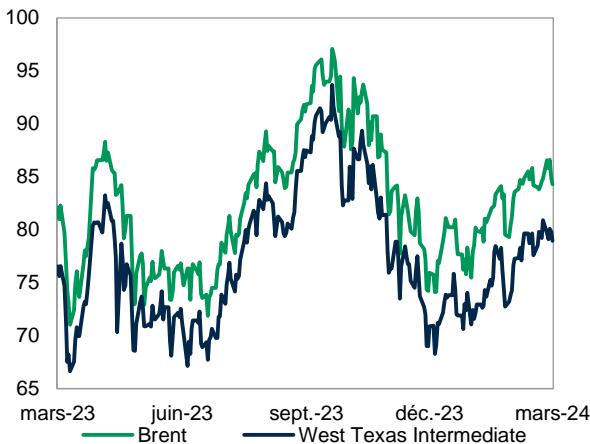
Baltic Dry Index (USD/point)



Source : Baltic Exchange

Cours du baril de pétrole brut en USD

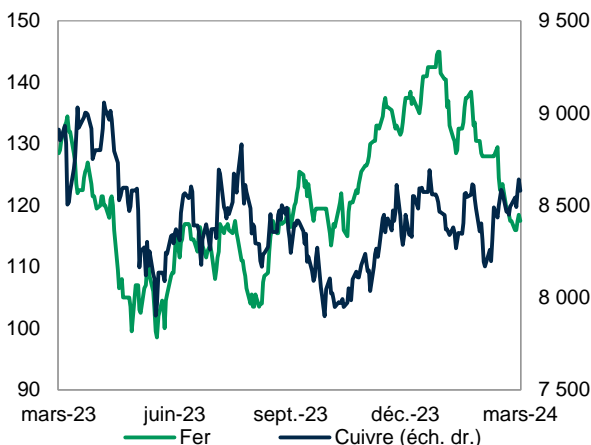
Brent (mer du Nord) et WTI (golfe du Mexique)



Source : Thomson Reuters

Cours des métaux

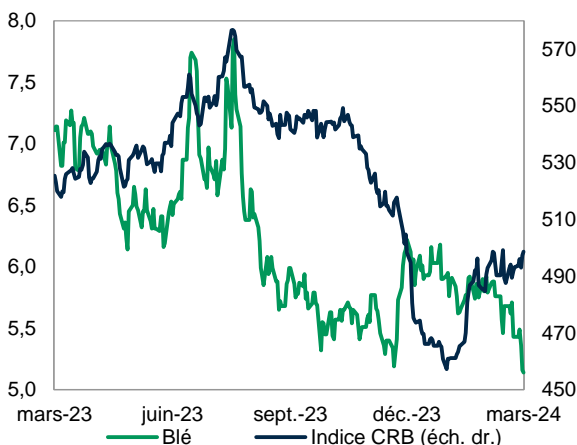
USD/tonne métrique



Sources : Steel Home, London Metal Exchange

Agriculture

SRW Wheat (USD/boisseau) et CRB foodstuffs (USD/point)



Sources : USDA, CRB

Consultez nos dernières parutions en accès libre sur Internet :



Monde – Scénario macro-économique 2024-2025 – Décembre 2023

Fluctuat nec mergitur

Date	Titre	Thème
22/03/2024	<u>La France manque ses objectifs d'énergies renouvelables PPE malgré une bonne dynamique en 2023</u>	Énergies renouvelables
21/03/2024	<u>Afrique sub-saharienne : l'année d'impulsion de la ZLECAf ?</u>	Afrique sub-saharienne
20/03/2024	<u>L'Observatoire financier des entreprises agroalimentaires – Lait</u>	Agroalimentaire
19/03/2024	<u>France – Reprise rapide ou pas, divergence de vues entre l'Insee et la Banque de France</u>	France
18/03/2024	<u>Géo-économie – Tensions et recompositions</u>	Géo-économie
15/03/2024	<u>Monde – L'actualité de la semaine</u>	Monde
14/03/2024	<u>Italie – Les deux faces de la même pièce</u>	Italie
14/03/2024	<u>Chine : deux sessions, une cible de croissance et beaucoup de questions</u>	Asie
14/03/2024	<u>Métaux stratégiques et nouveaux matériaux : lithium, nickel et cuivre rebattent les cartes</u>	Mines & métaux

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

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.