

# Perspectives

Hebdomadaire – N°24/171 – 21 juin 2024

## MONDE – L'actualité de la semaine

☞ Une semaine sans enthousiasme sur les marchés .....	2
☞ Zone euro : la construction recule de nouveau.....	3
☞ Allemagne : les exportations vers la Chine demeurent sous l'eau .....	3
☞ Espagne : les prix de l'immobilier résidentiel toujours en expansion au premier trimestre .....	4
☞ Chine : pas de miracle sur le front de l'immobilier.....	5
☞ Turquie : où en est la crédibilité de la Banque centrale ?.....	7
☞ Afrique sub-saharienne : tirer parti de l'abondance des métaux critiques .....	10

## 👉 Une semaine sans enthousiasme sur les marchés

Après le choc provoqué par la décision d'Emmanuel Macron de dissoudre l'Assemblée nationale, l'heure est à l'accalmie : les indices actions rebondissent (+1,6% pour le CAC40, +1,4% pour l'Eurostoxx 50) et l'euro est quasi stable contre le dollar sur la semaine. Les primes de risques se replient légèrement, à l'exception toutefois du *spread* OAT-Bund (+4 pdb sur la semaine), l'OAT 10 ans ayant progressé légèrement (+5 pdb, à 3,18%). Le *spread* français s'établit à 81 points de base ce vendredi, soit une progression de 33 pdb en deux semaines. Si l'écartement des taux conduit inévitablement à se poser la question du risque de fragmentation en zone euro et des outils anti-crise dont dispose la BCE, les investisseurs font preuve pour le moment de retenue. Fait rassurant, une émission d'OAT à moyen terme, la première depuis l'annonce d'élections anticipées, a bénéficié d'une forte demande.

Les indicateurs conjoncturels publiés cette semaine aux États-Unis sont de second ordre et semblent indiquer un ralentissement de l'économie américaine. Les ventes au détail ont été contenues pour le deuxième mois consécutif, affichant une quasi-stagnation (+0,1% après -0,2% en avril). Les données du secteur immobilier pour le mois de mai ont surpris à la baisse : les mises en chantier et les permis de construire ont chuté à leurs plus bas niveaux depuis 2020, sans doute impactés par la hausse des taux de prêt immobiliers depuis le début de l'année. Les inscriptions au chômage ont augmenté au cours des semaines récentes, atteignant un plus haut depuis l'été dernier. Si les créations d'emplois sont toujours dynamiques, les signes d'assouplissement du marché du travail se multiplient. Cela tend à confirmer notre scénario de ralentissement de la consommation des ménages vers la fin de l'année, mais la croissance du deuxième trimestre devrait néanmoins rester soutenue en raison d'un fort effet d'acquis lié au dynamisme de la fin du premier trimestre. Du côté de l'activité, les productions industrielle et manufacturière ont été plus dynamiques que prévu au mois de mai (+0,9% en variation mensuelle pour les deux). Toutefois, leur taux de croissance annuel demeure modeste (+0,4% et +0,1% respectivement).

Le *Congressional Budget Office* (CBO) a publié le 18 juin une actualisation de ses prévisions économiques et budgétaires. S'agissant de la trajectoire économique, la croissance serait plus

dynamique en 2024 (+2% contre +1,5% dans la projection de février) mais ralentirait plus fortement ensuite (+2% contre +2,2% en 2025 et +1,8% contre +2,0 en 2026). La situation budgétaire serait, en revanche, plus dégradée que celle présentée en février. Le déficit budgétaire pour 2024 est estimé à 1 900 milliards de dollars (environ 7% du PIB). Il a été révisé de +408 milliards de dollars (ou +27%) par rapport à la projection de février. Cette révision résulte principalement de quatre facteurs : 1/ une hausse des dépenses liées au dispositif d'annulation des dettes étudiantes par le président Biden (+145 milliards de dollars), 2/ un recouvrement plus faible qu'initialement prévu des dépenses effectuées par la *Federal Deposit Insurance Corporation* durant les faillites bancaires de 2023 et 2024 (+70 milliards de dollars), 3/ des dépenses discrétionnaires supplémentaires adoptées cette année (+60 milliards de dollars) et 4/ des dépenses supplémentaires de Medicaid (+50 milliards de dollars). Pour la période 2025-2034, le déficit cumulé devrait atteindre 22 100 milliards de dollars, soit 2 100 (ou +10%) de plus que la prévision précédente. Cette révision est attribuable en partie à des changements législatifs (pour +1 600 milliards de dollars) dont les aides à l'Ukraine, Israël et la région de l'Indopacifique, ainsi qu'à une révision à la baisse des recettes d'impôt sur les sociétés. La dette publique atteindrait 50 700 milliards de dollars en 2034 (122% du PIB), contre 48 300 milliards de dollars (116% du PIB) dans la projection de février.

Les anticipations concernant les taux de la Réserve fédérale ont peu évolué au cours de la semaine. Les investisseurs tablent toujours sur une baisse de taux au mois de septembre (y attribuant une probabilité d'environ deux-tiers) et deux baisses de taux au total cette année, soit un assouplissement plus agressif que prévu par le « dot plot » de juin où la médiane suggérait une seule baisse de 25 points de base cette année. Les révisions à la hausse des déficits budgétaires américains semblent laisser les marchés indifférents : les rendements des obligations souveraines américaines (*Treasuries*) sont restés inchangés, à 4,70% à 2 ans et 4,22% à 10 ans. Les indices actions ont progressé légèrement, le S&P 500 gagnant 0,8% sur la semaine (à la clôture de jeudi par rapport à la clôture de vendredi dernier).

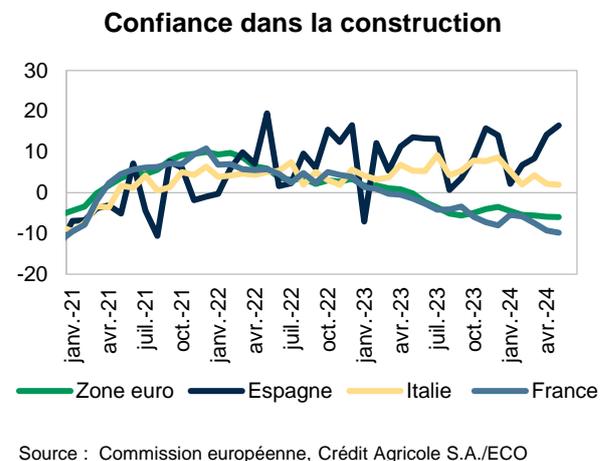
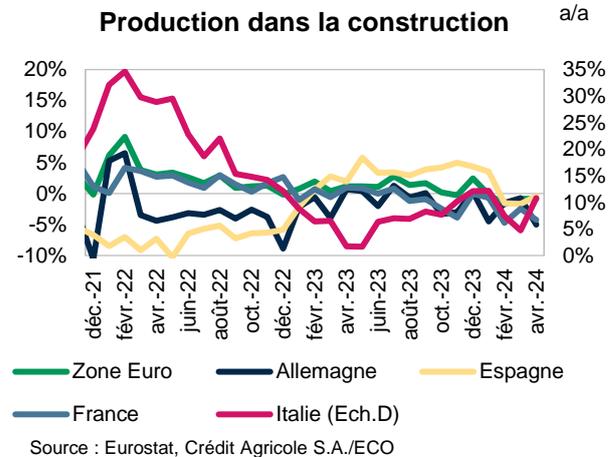
## Zone euro

### Zone euro : la construction recule de nouveau

La production dans le secteur de la construction recule pour le deuxième mois consécutif en avril en zone euro, pénalisée par le repli des activités de génie civil après avoir été plombée le mois précédent par la baisse de la construction de logements. Faisant écho à la faiblesse de l'investissement en construction dans la zone euro, qui enregistre une baisse en glissement annuel depuis le début de l'année, ce repli confirme la phase de ralentissement du secteur qui a débuté en janvier 2023 et qui semble s'être accélérée depuis le mois de décembre.

À l'exception de l'Italie, la tendance à la baisse est observable dans l'ensemble des grands pays de la zone où la variation de l'indice en glissement annuel est en territoire négatif depuis le début de l'année. Rien que pour le mois d'avril, la production dans la construction en glissement annuel recule de 5 % en Allemagne, de 4,3 % en France et de 0,4 % en Espagne.

Bien que le secteur se démarque par des performances encore au-dessus de la moyenne de la zone, l'Italie n'est pas non plus épargnée par le ralentissement du secteur. La croissance de la construction en Italie a d'abord été soutenue par le dispositif de « Superbonus » mis en place fin 2021, mais le retrait de la mesure en 2024 devrait mettre fin à ce cycle d'expansion qui est entré lui aussi dans une phase de ralentissement.



**Notre opinion** – La hausse des coûts de production et le ralentissement de la demande en logements, pénalisée par le resserrement des conditions de financement, semblent plomber un secteur qui jusqu'alors avait surtout bénéficié d'une dynamique des prix immobiliers favorable. 2024 semble donc confirmer la fin d'un cycle d'un secteur qui avait soutenu la reprise post-pandémique et dont les perspectives ne semblent pas non plus être orientées à la hausse. La confiance dans le secteur est également en baisse, notamment en France et en Italie. L'Espagne, qui reste le seul pays à ne pas avoir récupéré le niveau pré-pandémique, enregistre une évolution de la confiance en dents de scie, mais se démarque par une reprise des permis de construire. Le nombre de permis de construire semble également reprendre de l'allant en France malgré la baisse du mois de mars, mais cela pourrait se montrer insuffisant pour indiquer un réel redémarrage du secteur. En somme, la phase de ralentissement n'est pas terminée et 2024 continue d'être une année difficile pour les entreprises de construction.

### Allemagne : les exportations vers la Chine demeurent sous l'eau

Les principaux partenaires commerciaux de l'Allemagne sont les États-Unis, destination de 10,1% des exportations allemandes en 2023, la France (7,4%), les Pays-Bas (7,0%), la Chine (6,2%), la Pologne (5,7%), l'Italie (5,4%), le Royaume-Uni (5,0%) et l'Autriche (4,9%), selon les données publiées par Comtrade. Ces huit pays représentent 51,8% des exportations totales.

Dans la composition des exportations de l'Allemagne vers ses principaux partenaires

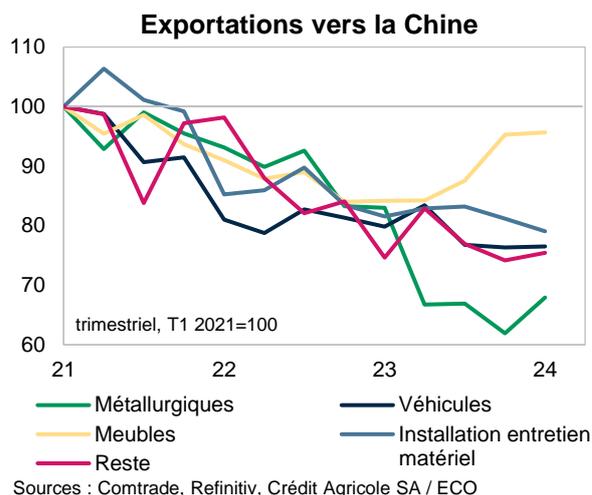
commerciaux au cours des trois dernières décennies, se démarque le gain de part de marché en Chine et en Pologne, passant respectivement de 1,5% en 1993 à 6,2% et 5,7% en 2023. En revanche, les exportations vers la France et l'Italie, qui représentaient respectivement 12,3% et 7,6% des exportations totales en 1993, ont reculé à 7,4% et 5,4% respectivement en 2023.

En analysant ces évolutions en détail, le cas de la Chine se démarque, car la tendance a changé ces

dernières années. Les exportations vers le pays asiatique ont diminué de 18,7% entre le pic de 2021 et 2023.

Les principaux produits exportés par l'Allemagne vers la Chine étaient les véhicules (qui représentaient 18% des exportations totales en 2019), les meubles (10,3%), l'installation et l'entretien de matériel (8,2%), les produits métallurgiques (7,7%).

Le graphique montre l'évolution des exportations de ces produits entre le premier trimestre 2021 et le premier trimestre 2024, et on peut en conclure que les exportations allemandes vers la Chine sont loin d'avoir retrouvé leur point haut. Cependant, une reprise des exportations de meubles peut être observée à partir du second semestre 2023.



**Notre opinion** – L'Allemagne est un pays exportateur net, enregistrant un excédent de la balance commerciale de 2,5% du PIB en moyenne entre 2010 et 2019. Les exportations ont contribué positivement à la croissance de l'économie de 2,1 points de pourcentage en moyenne au cours de la même période.

La hausse de la demande chinoise de produits allemands a joué et pourra encore jouer un rôle non négligeable dans l'expansion de la production industrielle allemande. La reprise des exportations vers la Chine serait un facteur important pour atteindre une contribution positive des exportations à la croissance économique allemande.

**Espagne : les prix de l'immobilier résidentiel toujours en expansion au premier trimestre**

Le prix de l'immobilier résidentiel en Espagne a continué de croître au premier trimestre 2024, bien que le rythme de progression se soit modéré par rapport au trimestre précédent (4,3% en glissement annuel contre 5,3% au quatrième trimestre de 2023). Toutes les Communautés autonomes montrent une variation positive, bien que le rythme reste très hétérogène. Dans la bande haute, se distinguent les Îles Baléares (8,3% interannuel), la Cantabrie (7,2%) et les Îles Canaries (7,1%). En revanche, l'Estrémadure, le Pays basque et les Asturies présentent les plus faibles augmentations (moins de 2% interannuel).

Quant aux transactions, elles continuent de se modérer, mais restent à des niveaux historiquement

élevés dans un contexte de taux d'intérêt élevés. Au cours des trois premiers mois de l'année, environ 152 000 transactions de logements ont été conclues, ce qui représente une baisse de 5,6% par rapport à la même période de l'année précédente. Toutefois, il s'agit d'un niveau d'activité élevé, étant donné qu'il reste 34% supérieur aux niveaux d'activité d'avant la pandémie (113 900 en moyenne au premier trimestre pendant la période 2015-19). L'ajustement en début d'année s'est concentré sur les achats de logements anciens (-7,6% interannuel au premier trimestre de 2024), alors que ceux de logements neufs ont même augmenté (+3,0% interannuel au premier trimestre contre -5,3% au quatrième trimestre de 2023).

**Notre opinion** – Après plusieurs trimestres au cours desquels les achats de logements par des étrangers sont restés un peu plus dynamiques que les transactions totales, il semble que l'attractivité du marché espagnol pour les acheteurs internationaux se modère ces derniers mois. Ainsi, les achats de logements par des étrangers ont représenté 15% du total au premier trimestre 2024 (85 509 achats en cumul sur 4 trimestres) selon le Collège des notaires, ce qui représente une baisse de 11% en glissement annuel.

Enfin, du côté de l'offre, le nombre de permis de construire pour les nouveaux logements a à peine dépassé 108 600 unités en février (données cumulées sur 12 mois), soit 0,8% en dessous des niveaux de la même période de l'année précédente. Ainsi, l'offre reste très inférieure à la demande structurelle en raison de l'évolution démographique (création de 238 000 ménages nets au cours de la dernière année jusqu'au premier trimestre 2024, selon l'EPA). Derrière cette faiblesse se distinguent les problèmes structurels du secteur (lenteur dans l'octroi de permis, changements réglementaires ou pénurie de terrains, entre autres), mais aussi conjoncturels, comme les coûts élevés des matériaux de construction résidentielle (bien que les augmentations actuelles soient très modérées, elles se situent à 27% au-dessus des niveaux de 2019). En 2024, les prix de l'immobilier continueront d'être soutenus par ce décalage d'offre, la robustesse du marché du travail, la baisse des taux d'intérêt et le faible niveau d'endettement des ménages.

## Pays émergents

### Asie

#### 👉 Chine : pas de miracle sur le front de l'immobilier

La réaction chinoise aux annonces de l'Union européenne ne se sera pas fait attendre. Après avoir fustigé ses droits de douane sur les véhicules électriques, dorénavant taxés entre 27 et 48% – contre 10% aujourd'hui – la Chine a indiqué ouvrir une enquête antidumping sur les livraisons de porc européen. 50% des importations chinoises de viande de porc proviennent de l'Union européenne, notamment d'Espagne et du Danemark. Bien que le pays ait largement reconstitué son cheptel, qui avait été décimé par la grippe porcine de 2019, la demande domestique ne peut être entièrement satisfaite par la production locale. À court terme, la Chine pourrait donc se tourner vers le Brésil et le Canada, qui comptent également parmi ses premiers fournisseurs.

Autres cibles potentielles chinoises : les produits agricoles, en particulier laitiers, les voitures thermiques et l'aéronautique, qui figurent parmi les secteurs dans lesquels l'Union européenne détient des avantages comparatifs ou des intérêts offensifs forts.

Alors que la Chine compte toujours sur son secteur exportateur pour assurer emplois (180 millions environ) et contribution positive à la croissance, l'Union européenne et les États-Unis continuent de figurer parmi ses premiers clients et représentent environ 30% de ses exportations directes totales, et sûrement plus si l'on tient compte des flux transitant par des nouveaux pays tiers, comme le Vietnam ou le Mexique. En l'absence d'une croissance domestique auto-entretenu par la demande interne, et alors que le secteur immobilier ne montre pas de signe de reprise, l'écoulement de la production industrielle en dehors de la Chine reste un enjeu majeur pour l'économie.

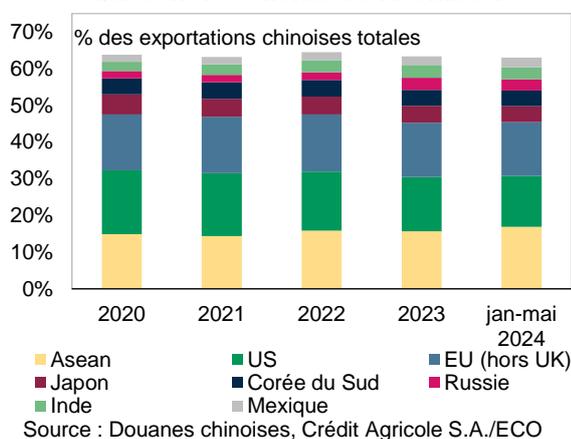
au détail (+3,7% en glissement annuel, lorsque le consensus les estimait à +3%), d'un ralentissement de la production industrielle (+5,6% contre 6,7% en avril) et d'une inflation toujours faible ou négative (+0,3% pour les prix à la consommation, -2,4% pour les prix à la production, en contraction depuis janvier 2023).

#### Pas de miracle dans le secteur immobilier

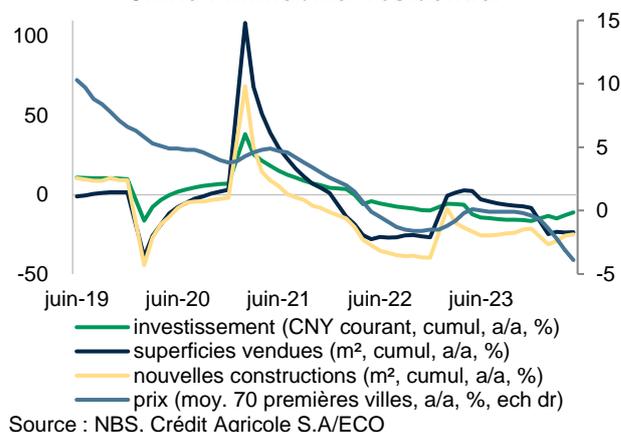
Lors d'un forum financier qui se tenait à Shanghai, le gouverneur de la banque centrale chinoise, Pan Gongsheng, a indiqué qu'il fallait s'attendre à une contraction de la croissance du crédit en raison de la crise du secteur immobilier. Il a aussi pointé du doigt la mauvaise allocation des crédits dans le pays, alors que ces derniers sont souvent captés par les entreprises publiques, pas nécessairement les plus efficaces, au détriment du secteur privé, créant un fort effet d'éviction. Les trois principaux indicateurs du secteur immobilier (investissement, superficies vendues et nouvelles constructions) n'ont pas enregistré un mois de croissance positive depuis mars 2022.

Inquiétant également, la contraction des prix de l'immobilier a encore accéléré en mai (-0,7% par rapport à avril, -3,9% en glissement annuel) et ce malgré le plan de soutien au secteur dévoilé il y a un mois. Les doutes émergent déjà sur la capacité de Pékin à convaincre les entreprises publiques et les municipalités de mettre en place les programmes de rachat de logements vacants ou en construction, en particulier dans les zones où la demande est la plus faible. Or, on le sait déjà, les fonds dédiés à ce plan (environ 40 milliards de dollars) sont très insuffisants pour redresser le marché, les autorités misant plutôt sur un choc de confiance que sur un véritable effet multiplicateur.

#### Qui sont les clients de la Chine ?



#### Chine : immobilier résidentiel



En mai, les données d'activité faisaient état d'une croissance un peu meilleure qu'attendu des ventes

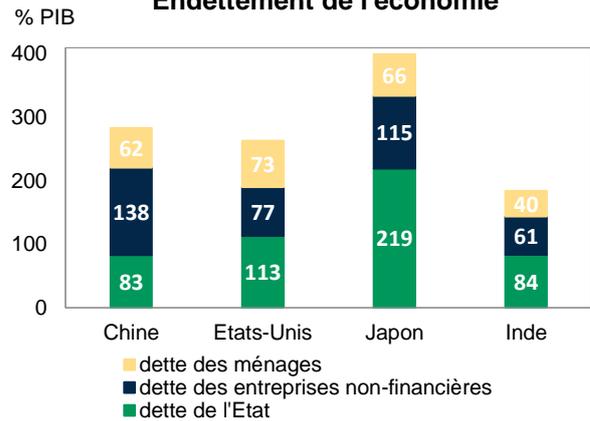
### Épargne, immobilier, investissement : les piliers chinois

Pan Gongsheng l'a rappelé : malgré l'ampleur des difficultés, il ne faut pas s'attendre à un plan de relance significatif, passant notamment par un assouplissement de la politique monétaire. Bien que les autorités reconnaissent un problème d'insuffisance de la demande, et mettent en avant leur volonté de rééquilibrer le modèle de croissance chinois en faveur de la consommation plutôt que de l'investissement, les politiques publiques restent résolument orientées en faveur de l'offre.

Xi Jinping l'a répété à l'envie : il ne croit pas aux politiques keynésiennes de relance de la demande, ni au développement de la protection sociale, qui créent des sociétés « d'assistés » et éloignent les populations de l'emploi. Il y a donc une motivation idéologique forte dans ce choix, mais aussi un principe de réalité : le modèle chinois a encore besoin de l'épargne des ménages pour tourner, et ce d'autant plus que les recettes de l'État provenant des impôts sur les ménages demeurent faibles, les autorités n'ayant jamais franchi le pas d'une réforme fiscale de grande ampleur (création d'une taxe d'habitation ou d'une taxe foncière par exemple). Avec un PIB/tête qui demeure loin du niveau de celui des économies avancées, même en tenant compte des parités de pouvoir d'achat, le maintien d'une épargne de précaution élevée se fait toujours au détriment de la consommation.

Or, la Chine demeure un pays fermé et isolé des marchés internationaux de capitaux. Comme le Japon ou les États-Unis, elle se finance à presque 100% dans sa devise. C'est ce qui lui permet d'afficher un niveau d'endettement total de son économie très élevé (près de 300% du PIB) et parfois supérieur à celui de certaines économies avancées comme les États-Unis. Ce mode de financement exige une épargne domestique importante et le maintien de taux d'intérêts bas, afin que la charge de la dette reste supportable, et ce d'autant plus lorsque la croissance ralentit.

**Endettement de l'économie**



L'épargne alimente aussi les besoins en investissements des entreprises non-financières, notamment publiques, qui supportent la majeure partie de l'endettement de l'économie, une spécificité toute chinoise. Alors que les marchés boursiers demeurent encore peu développés en Chine, l'immobilier représentait donc un canal de choix pour capter l'épargne chinoise.

Il offrait un rendement sûr aux ménages, souvent multipropriétaires, qui y ont placé 70% de leur patrimoine. Alors que l'inflation stagne depuis dix ans en Chine, les prix immobiliers avaient quant à eux augmenté très rapidement, entre 5 et 10% par an en moyenne entre 2016 et 2021, et parfois encore plus dans les grandes villes. Si bien que certains ménages ne prenaient parfois plus la peine de louer certains de leurs biens, se contentant de parier sur une plus-value à la revente. D'où une double urgence pour les autorités : celle de freiner la baisse des prix de l'immobilier, qui appauvrit mécaniquement la population via l'effet de richesse et de relancer de nouveaux projets pour capter de nouveaux flux d'épargne.

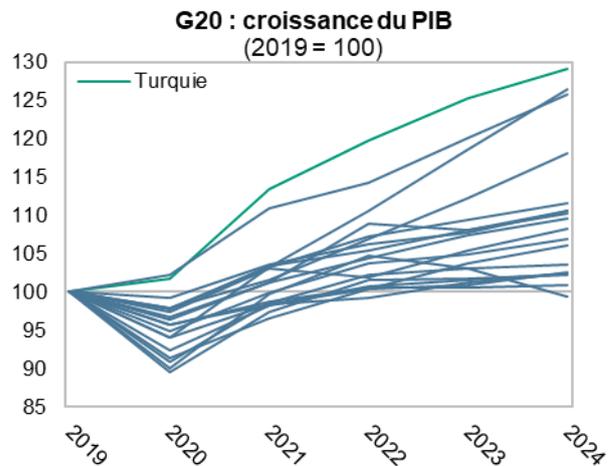
**Notre opinion** – Pan Gongsheng a de nouveau rejeté l'idée d'un « super plan » de relance, à l'image de ceux qui avaient été lancés lors des phases précédentes de ralentissement, en 2009 et 2015. Il a rappelé que l'objectif premier de la banque centrale chinoise demeurerait celui de la stabilité monétaire, tout en reconnaissant que le maintien de taux « plus hauts, pour plus longtemps » par la Fed ne faisait pas les affaires de la Chine, dont le spread vis-à-vis des États-Unis est déjà négatif, et qui pourrait être confrontée à de nouvelles sorties de capitaux en cas de baisse de ses taux, l'arbitrage risque/rendement étant bien plus favorable côté américain. Preuve que, même pour un pays dont le compte financier reste encore fermé et qui se veut immunisé contre les fluctuations des marchés internationaux, les choix américains peuvent toujours peser sur les arbitrages domestiques.

Europe centrale et orientale, Asie centrale

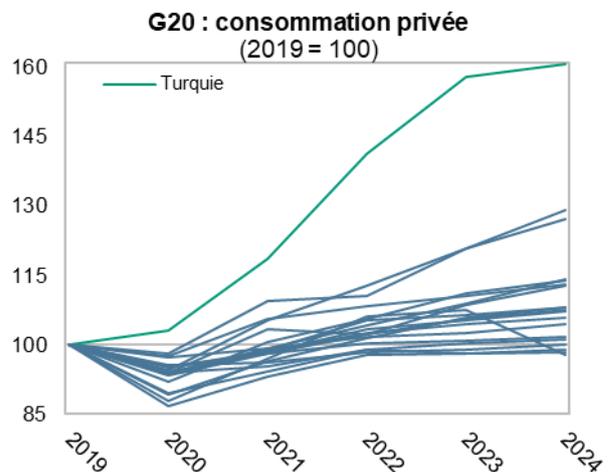
Turquie : où en est la crédibilité de la Banque centrale ?

**Au lendemain des élections présidentielle et législatives de mai 2023, la crédibilité de la Banque centrale turque (TCMB) était au plus bas.** Les causes étaient à la fois structurelles – perte totale d’indépendance vis-à-vis de l’exécutif – et conjoncturelles. Au sortir du Covid, alors que la Turquie avait évité la récession, que la croissance repartait très rapidement (+11,5 % en 2021) et que l’inflation était orientée à la hausse, la TCMB a fait le choix d’entamer un cycle d’assouplissement monétaire (octobre 2021). Pour le président Erdoğan, c’était l’occasion de mettre en application sa théorie maintes fois répétées sur le bienfait de taux directeurs bas pour lutter contre l’inflation. Ce *New Economic Model*, profondément hétérodoxe présenté fin 2021 constituait la base de la stratégie économique du président pour se faire réélire. Ce plan, très efficace pour doper la croissance par le crédit et la consommation, a entraîné une rapide dépréciation de la livre et une explosion de l’inflation. Par conséquent, à partir de 2022, le *New Economic Model* doit se doubler d’une série de mesures toujours plus nombreuses et complexes, afin de prévenir une crise aiguë à la veille des élections. Les réserves de la Banque centrale et le cadre macroprudentiel ont fait office de principaux outils de stabilisation. Mai 2023, la TCMB disposait donc de réserves nettes largement négatives et les marchés du crédit et de l’épargne étaient passés sous pilotage quasi-quotidien des régulateurs.

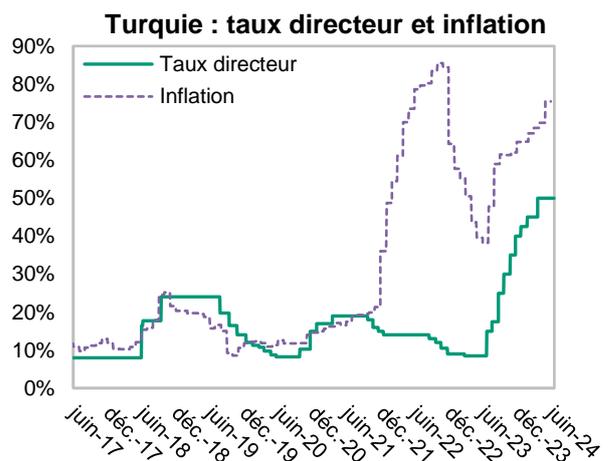
**Au lendemain de l’élection, la nomination d’une nouvelle équipe économique d’obédience orthodoxe a donc constitué un profond soulagement pour les marchés.** Après avoir utilisé 199 Mds USD de ses réserves pour défendre la livre<sup>1</sup>, la Banque centrale l’a laissé se déprécier de 26 % face au dollar dans les deux mois qui ont suivi l’élection. L’institution a également rapidement entamé un cycle de resserrement monétaire, portant le taux directeur de 8,5 % à 50 % entre juin 2023 et mars 2024. Les observateurs se sont montrés particulièrement attentifs à tout signe suggérant que le président continuerait à imposer des arbitrages en faveur de la croissance. Le rythme de resserrement a initialement été jugé trop mou pour imprimer un « choc de crédibilité ». C’est en surprenant les marchés par une ultime hausse de 500 pnb en mars 2024, trois mois après l’annonce de la fin de son cycle de resserrement, que le nouveau gouverneur F. Karahan (le 6<sup>e</sup> depuis 2019) est parvenu à convaincre que la Banque centrale entendait vraiment s’en tenir à la trajectoire de désinflation qu’elle présentait dans ses rapports.



Source : EIU, Crédit Agricole SA/ECO



Sources : EIU, Crédit Agricole SA/ECO



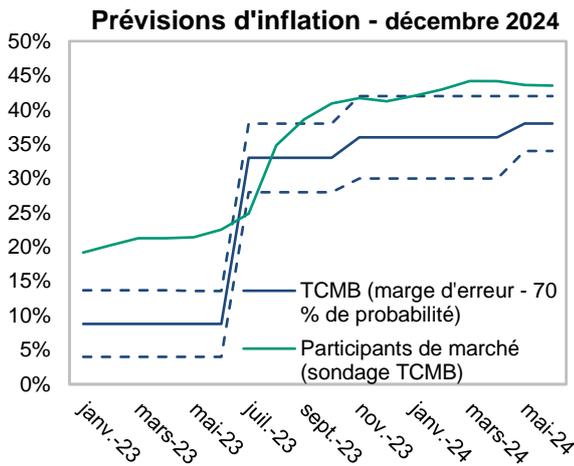
Sources : TCMB, EIU, Crédit Agricole SA/ECO

**Conséquence de la dépréciation post-élections, l’inflation est repartie à la hausse depuis juin 2023 et a atteint un nouveau pic en mai 2024 à un niveau proche de celui anticipé par la Banque**

<sup>1</sup> Entre décembre 2021 et mai 2023. Depuis les élections générales de mai 2023, après une pause initiale, la Banque

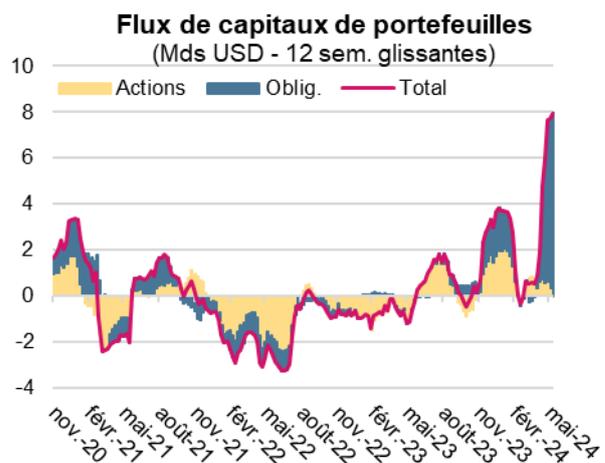
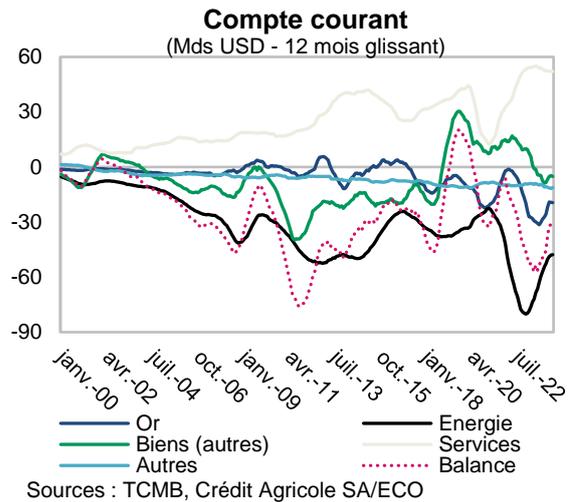
centrale aurait repris les interventions pour un montant de 101 Mds USD (mai 2023 – mars 2024).

centrale et les marchés (75,4 %). Depuis juin 2023, la Banque centrale tente également de regagner la confiance de ses interlocuteurs en publiant des prévisions d'inflation réalistes, pratique disparue à l'ère du *New Economic Model*. Elle anticipe désormais une inflation à 38 % à la fin de l'année (entre 34 % et 42 % avec 70 % de certitude). Malgré une légère amélioration depuis mars, le sondage que la Banque réalise auprès des participants de marché montre que leurs anticipations n'ont toujours pas convergé avec ses propres anticipations. Les observateurs étrangers considèrent eux aussi pour la plupart que la TCMB demeure trop optimiste.



Sources : TCMB, Crédit Agricole SA/ECO

**Plus inquiétant, un sondage mené en mai auprès des consommateurs turcs par l'université Koç suggère qu'ils s'attendent à une inflation s'élevant à 92 % fin 2024.** Si cette anticipation est très certainement irréaliste, le sentiments des ménages turcs continue de peser sur le cours de la livre et sur leurs comportements d'achat. Au T1 2024, malgré l'impressionnante hausse des taux d'intérêts, la demande des ménages continue à porter la croissance : sur les 5,7 % de croissance en g.a., elle contribue pour 5,5 pts. De même, les importations de biens (hors énergie et or) ne sont que très marginalement orientées à la baisse depuis mai 2023. À la faveur d'une baisse des exportations, la balance sur ces biens est même entrée en déficit, alors qu'elle est la principale variable d'ajustement du compte courant en période de resserrement monétaire. Le comportement et les anticipations des consommateurs turcs viennent donc contrarier les objectifs de la politique monétaire. Cependant, grâce à la baisse de la facture énergétique et au ralentissement des importations d'or, en mai 2024, le déficit de la balance courante s'établit à 31,5 Mds USD sur 12 mois glissants, contre 57 Mds USD un an plus tôt.



**Malgré tout, des succès notables ont été atteints, qui faciliteront grandement la tâche de la Banque centrale pour stabiliser les prix.** Ainsi, depuis le début de son cycle de resserrement monétaire, la Banque centrale compte sur l'arrivée de flux de portefeuilles (la présence étrangère sur le marché local avait disparu quasi intégralement à la veille des élections de mai 2023). Entre les élections générales de mai 2023 et fin mars 2024, les investisseurs étrangers ont acheté pour 5,3 Mds USD de titres turcs. Néanmoins, les élections municipales (31 mars 2024) ont maintenu la crainte d'une nouvelle dépréciation précipitée de la livre. Ces élections passées, et la livre étant restée relativement stable, les investisseurs étrangers accumulent désormais des obligations souveraines turques pour profiter de leur rendement élevé (39,2 % pour les obligations à 2 ans au 19 juin). Au total, ce sont 12,5 Mds USD de titres qui ont été acquis depuis mai 2023 (les seules opérations de *carry-trade* s'élevaient à 19 Mds USD entre mars et fin mai 2024). Même les déposants turcs se sont joints à ce mouvement : le montant nominal des dépôts en livres a augmenté de 19,9 % depuis les

élections de mars<sup>2</sup>. Ces flux conséquents – et le relatif redressement de la balance courante – ont permis à la Banque centrale de reconstituer ses

réserves (+68 Mds USD entre les élections de mars et début juin<sup>3</sup>).

**✓ Notre opinion** – *Pour le moment, la Banque centrale semble avoir réussi une partie de son pari : les investisseurs de court terme ont été rassurés et sans doute convaincus du retour de la TCMB à un mandat strict de lutte contre l'inflation. Ils participent donc aujourd'hui à la stabilisation de la livre, allégeant la tâche de la Banque centrale dans sa lutte contre la hausse des prix. La nouvelle équipe économique d'Ankara a également réussi à convaincre les agences de notations : la note souveraine du pays a été réhaussée d'un cran par deux des trois agences (avec perspective positive pour les trois agences) après 9 années à avoir suivi le chemin inverse.*

*Pourtant, rien de tout ça ne vient d'une Banque centrale qui aurait retrouvé son indépendance. Certes, des personnalités moins politisées dirigent désormais l'institution. De même, le verdict rendu par la Cour constitutionnelle turque en juin 2024, invalidant le droit du président à renvoyer le gouverneur de la Banque centrale, est un pas dans la bonne direction. Mais en réalité, l'absence d'échéances électorales proches – et donc de tentations pour R.T. Erdoğan d'arbitrer en faveur de la croissance – (les prochaines élections générales auront lieu en 2028) contribue plus encore au retour de la confiance des investisseurs que ces autres évolutions. Ils ne s'y trompent d'ailleurs pas en choisissant des expositions de court terme. Les IDE, y compris ceux négociés après les élections de mai 2023 auprès de partenaires géopolitiques comme les Émirats, peinent à se matérialiser. Alors que la Banque centrale comptait également sur ces flux pour l'aider dans sa mission, en avril 2024, sur 12 mois glissants, les IDE entrant ne représentent que 0,8 % du PIB, soit le niveau le plus bas depuis 2005.*

*Pour cause, les aspects structurels ayant réduit l'attractivité de la Turquie demeurent : la tentative de coup d'État de 2016, la présidentialisation du régime politique qui s'en est suivie, et les impacts à long terme de ces événements sur la macro-économie turque ont été des facteurs importants de la dégradation de la note souveraine. Beaucoup de ces éléments perdurent. Les difficultés à attirer des IDE sont d'ailleurs chroniques et remontent à 2008 : sur la période 2009 – 2023, les IDE entrant ne se sont élevés qu'à 1,5 % du PIB en moyenne.*

<sup>2</sup> Montant des dépôts bancaires libellés en livres, hors comptes libellés en livres protégés face à la dépréciation.

<sup>3</sup> Réserves nettes hors swap.

## Afrique sub-saharienne

### Afrique sub-saharienne : tirer parti de l'abondance des métaux critiques

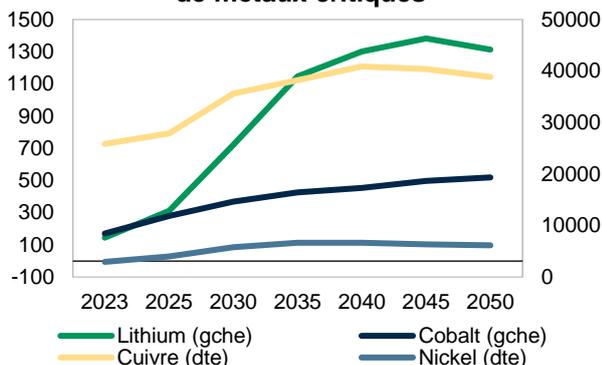
En Afrique sub-saharienne, le secteur extractif a jusqu'à présent représenté à la fois une opportunité de développement et une incarnation de la « maladie hollandaise ».

Le « supercycle » de la hausse des prix des matières premières jusqu'en 2014 s'est traduit par une augmentation de la croissance, des recettes publiques, et par extension, la promesse d'un développement « durable ». Toutefois, depuis 2014, la variation marquée des prix et la forte dépendance de la région au secteur extractif a favorisé non seulement une plus grande volatilité économique mais également un accroissement des déséquilibres budgétaires et extérieurs, générant des risques de surendettement.

Dans cette perspective, la transition énergétique en cours des énergies fossiles vers des énergies renouvelables pourrait s'avérer être une nouvelle opportunité de développement, l'Afrique sub-saharienne disposant « d'avantages comparatifs en la manière » souligne la CNUCED.

En effet, parmi les métaux critiques identifiés comme essentiels à la transition énergétique (Miller et al., 2023) figurent le cobalt, le manganèse, le graphite, le cuivre, le lithium, le titane ou l'étain : des ressources que l'on retrouve, en grande partie, en Afrique sub-saharienne et qui, d'ici à 2050, devraient voir leur demande et leur prix croître fortement.

**Afrique sub-saharienne : demande de métaux critiques**

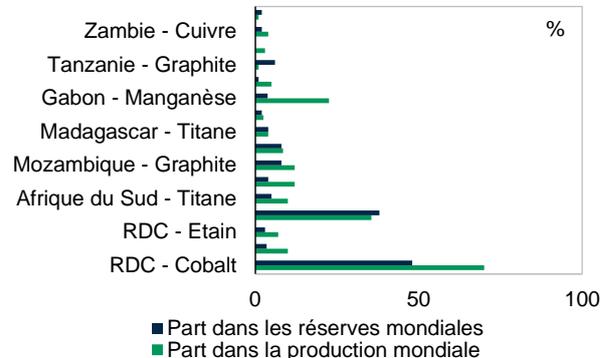


Source : CNUCED, Crédit Agricole S.A./ECO

Miller et al. précisent, dans le cadre du scénario NZE de l'Agence internationale de l'énergie (AIE), que la demande mondiale pourrait être multipliée à plus de douze pour la quasi-totalité des métaux critiques nécessaires au développement de panneaux solaires, de turbines éoliennes et de véhicules électriques à l'horizon 2040.

Or, les parts de l'Afrique sub-saharienne dans les réserves et la production mondiale des métaux mentionnés ont, dans l'ensemble, fortement augmenté au cours de la dernière décennie.

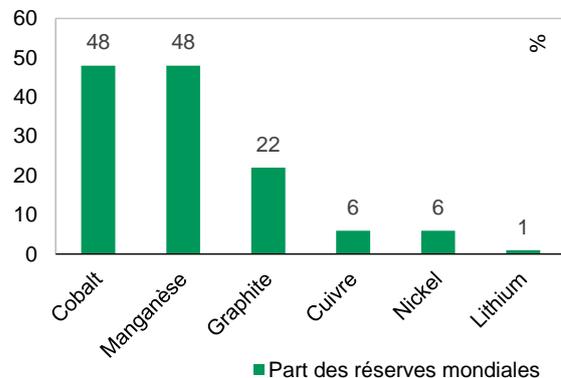
**Afrique sub-saharienne : production et réserves**



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

À titre d'illustrations, en 2023, l'Afrique du Sud était le premier producteur mondial de manganèse ; la République démocratique du Congo, le premier producteur mondial de cobalt et le Mozambique le deuxième producteur mondial de graphite. Au total, on estime que la région possède plus d'un cinquième des réserves mondiales d'une douzaine de métaux essentiels à la transition énergétique.

**Afrique sub-saharienne : ressources**



Source : Crédit Agricole S.A./ECO

Ainsi, l'exploitation des métaux critiques constitue un enjeu fondamental pour les économies sub-sahariennes :

- ✓ **Pour les pays producteurs d'énergies fossiles**, à l'instar du Nigéria ou du Gabon, la diversification économique vers d'autres ressources minières constitue une opportunité de pallier les risques encourus par la perte de compétitivité de leur secteur pétrolier (dont les coûts d'exploitation et les émissions de GES sont respectivement de 15 à 50% et 80% plus élevés que la moyenne mondiale) ;
- ✓ **Pour les pays producteurs de métaux critiques**, généralement à faible revenu, l'exploitation des métaux critiques peut se révéler être un nouveau levier de développement économique.

Toutefois, plusieurs facteurs sont susceptibles d'affecter le développement du secteur minier en Afrique sub-saharienne, à commencer par la faible qualité des infrastructures. L'enjeu du développement des infrastructures apparaît d'autant plus important qu'elles attirent les IDE et permettent de financer la recherche et l'exploitation de minerais critiques. Les enjeux de gouvernance et de lutte contre la corruption constituent également un frein important à l'exploration et l'exploitation des ressources. Enfin, le développement des minerais critiques au sein de la région fait face à de nombreuses contraintes plus prégnantes qu'ailleurs, parmi lesquelles figurent la faiblesse des capacités administratives et les incertitudes résultant d'un climat des affaires moins favorable.

Ainsi, la forte demande de métaux critiques anticipée pourrait concourir à des recettes importantes pour les pays d'Afrique sub-saharienne, à condition d'éviter les écueils du passé.

Autrement dit, si elles peuvent, selon les cas, soutenir la croissance économique ou compenser, en partie, le déclin anticipé du secteur des hydrocarbures, les dynamiques de production ne peuvent participer à la création durable de richesses que sous la mise en place de certaines politiques publiques visant à :

- ✓ **Renforcer le climat des affaires et la gestion de la gouvernance du secteur minier** via une simplification des procédures administratives et une révision des codes miniers des pays producteurs de métaux critiques ;
- ✓ **Promouvoir des cadres réglementaires stables**, c'est-à-dire plaider pour des contrats miniers et des licences d'exploration plus durables et plus transparents : l'objectif étant de soutenir les industries nationales et de permettre aux entreprises locales des pays de la région de mieux participer à la chaîne de valeur des composants d'énergie renouvelable ;
- ✓ **Adopter**, comme le souhaite l'Union africaine, **une stratégie environnementale et sociale régionale commune** car, comme le souligne le rapport « *The race for critical minerals in Africa : a blessing or another resource curse ?* », l'exploitation des minerais critiques peut générer des impacts négatifs sur l'environnement et sur les populations locales, dont la perte d'une riche biodiversité, la pollution des nappes phréatiques, l'expulsion de populations ou l'apparition de nouvelles formes d'illégalité comme la contrebande des minerais.

	Données historiques, 1999-2023		Scénario zéro émission nette, 2024-2050	
	Recettes réelles cumulées*	Part des recettes mondiales**	Recettes réelles cumulées	Part des recettes mondiales
<b>Minerais</b>	297	8	1 934	12
Cuivre	20	8	662	10
Nickel	38	5	293	5
Cobalt	56	54	880	66
Lithium	3	3	99	5

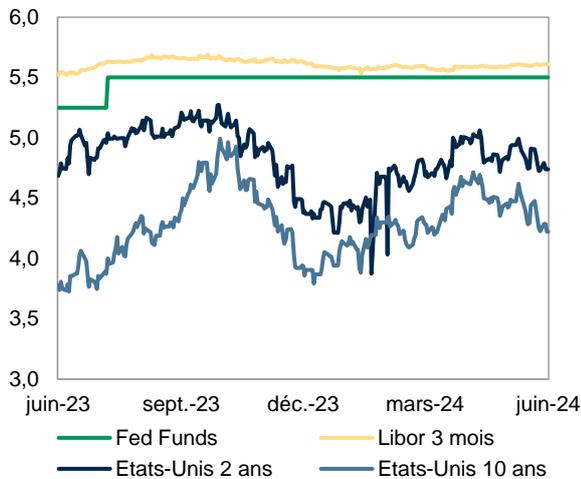
\* Mds USD, \*\* %

✓ **Notre opinion** – « Les revenus mondiaux provenant de l'extraction de quatre minéraux clés – le cuivre, le nickel, le cobalt et le lithium – sont estimés à 16 000 milliards de dollars au cours des 25 prochaines années », estime le FMI : un essor qui semble de bon augure pour la région. Pour autant, cantonnée aux étapes de l'extraction à moindre valeur ajoutée et réduite au rôle d'exportateur de minerais bruts, l'Afrique sub-saharienne ne capterait qu'une part infime des revenus associés à ce marché en plein boom. Ainsi, passer de l'exportation de minerais bruts à la production de minerais raffinés ouvre, pour les pays d'Afrique sub-saharienne la possibilité de diversifier leur économie et de réduire leur exposition à diverses difficultés économiques, parmi lesquelles la volatilité des taux de change, les pressions sur les réserves de change et l'instabilité financière souvent liée à la dépendance à l'égard des exportations de produits de base bruts. Par ailleurs, une plus forte intégration au sein des chaînes de valeurs serait synonyme d'une hausse des recettes fiscales et d'emplois mieux qualifiés pour ces pays. D'où l'importance d'un développement des industries locales de transformation comme le raffinage : une activité qui est jusqu'ici principalement entre les mains de la Chine. Pour rappel, 75% du cobalt produit par la République démocratique du Congo, 60% du lithium et 90% du manganèse produit en Afrique sub-saharienne sont aujourd'hui raffinés en Chine.

## Tendances à suivre

### Taux d'intérêt en dollar américain

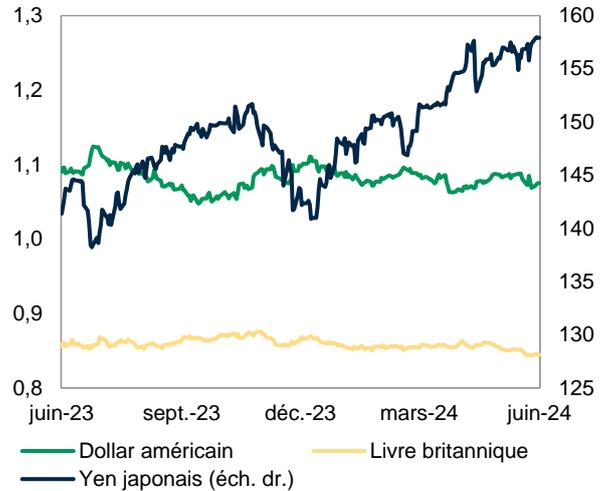
%, interbancaire (Londres) et souverains (États-Unis)



Source : Thomson Reuters

### Taux de change des principales devises

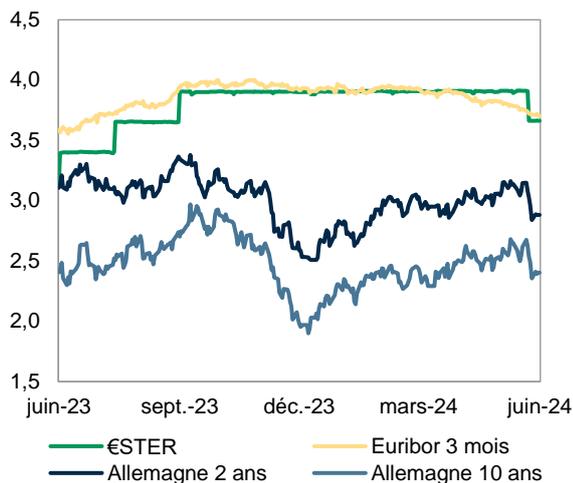
EUR/USD, EUR/GBP et USD/JPY



Source : Thomson Reuters

### Taux d'intérêt en euro

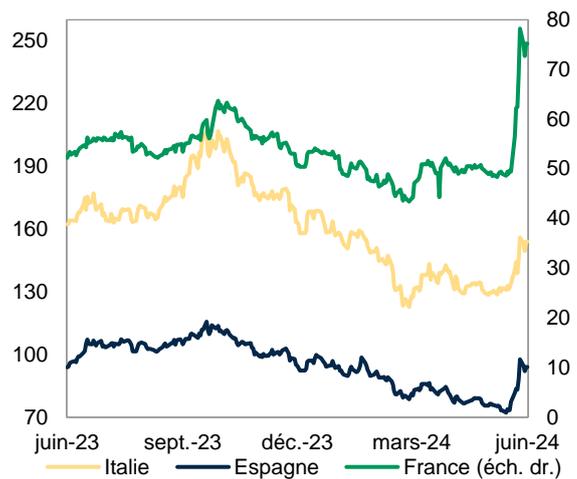
%, interbancaires (Londres) et souverains (Allemagne)



Source : Thomson Reuters

### Spreads souverains européens avec le Bund

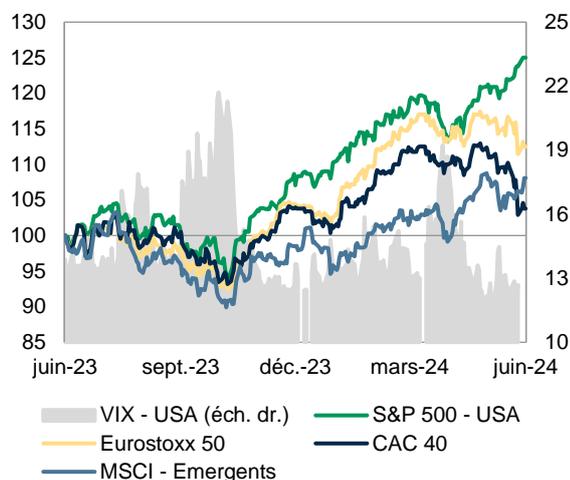
Pdb, dette en EUR à dix ans



Source : Thomson Reuters

### Marché actions

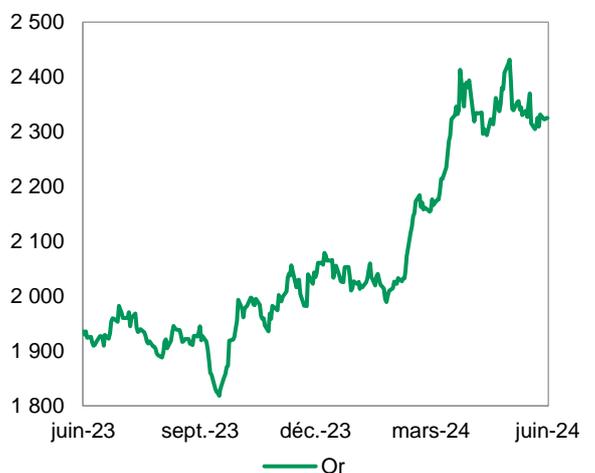
Indice boursiers (100 = début de période) et volatilité VIX



Source : Thomson Reuters

### Cours de l'once d'or

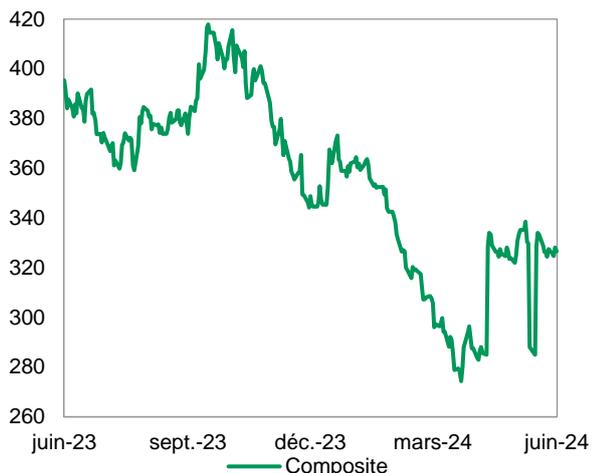
USD/Once troy (Londres)



Source : Thomson Reuters

### Spreads souverains émergents avec le T-Bond

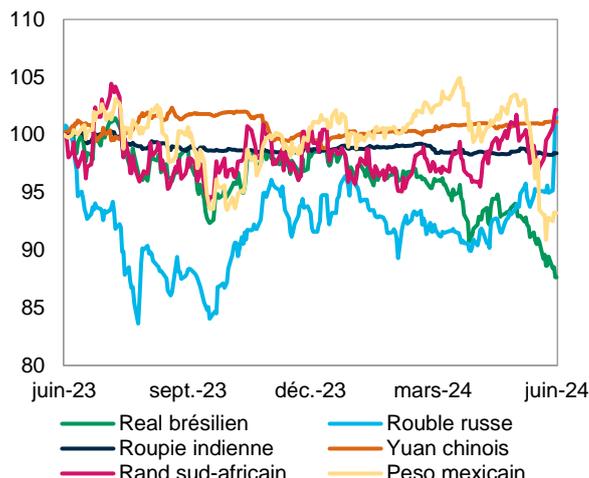
Indices EMBI+ (pdb, dette en USD de plus d'un an)



Source : JP Morgan

### Devises émergentes

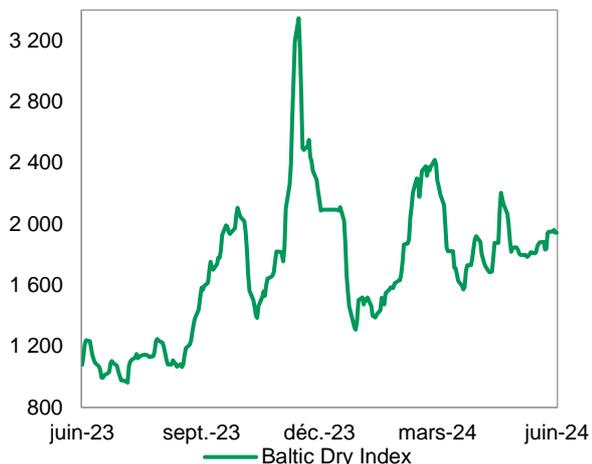
/USD (indice 100 = début de période)



Source : Thomson Reuters

### Coût du transport maritime de vrac sec

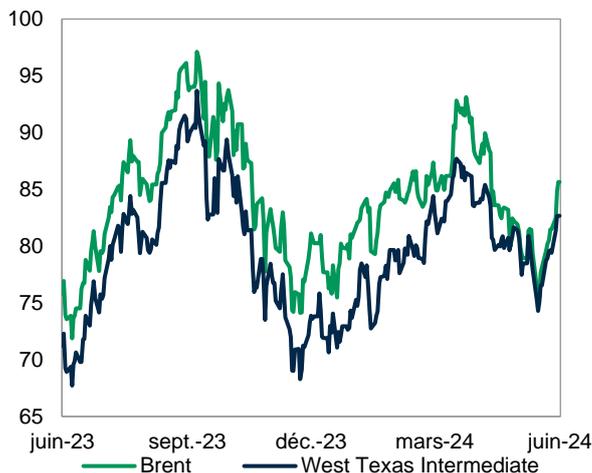
Baltic Dry Index (USD/point)



Source : Baltic Exchange

### Cours du baril de pétrole brut en USD

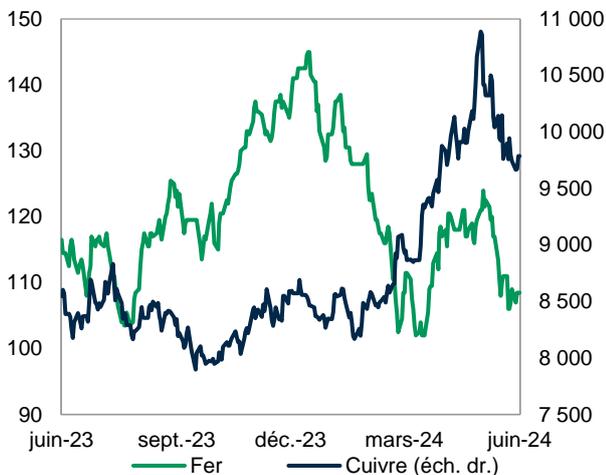
Brent (mer du Nord) et WTI (golfe du Mexique)



Source : Thomson Reuters

### Cours des métaux

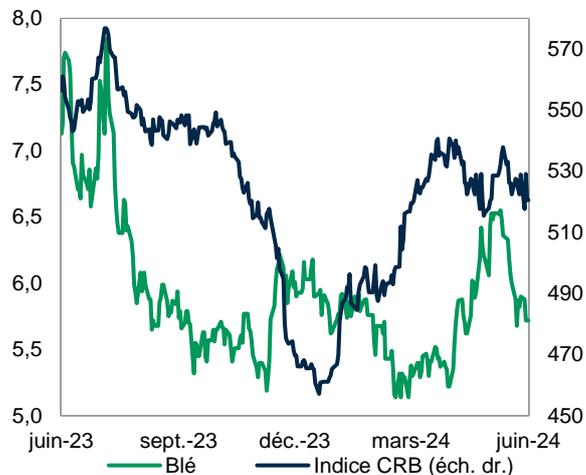
USD/tonne métrique



Sources : Steel Home, London Metal Exchange

### Agriculture

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



Sources : USDA, CRB

Consultez nos dernières parutions en accès libre sur Internet :



## Monde – Scénario macro-économique 2024-2025 – Avril 2024

[Normalisation\(s\)](#)

Date	Titre	Thème
20/06/2024	<a href="#">D'où vient et que veut l'électeur médian européen ?</a>	Europe
19/06/2024	<a href="#">Union européenne – La Commission affiche ses tarifs compensatoires sur les véhicules électriques chinois</a>	Union européenne
19/06/2024	<a href="#">France – Que faut-il retenir des dernières publications de la Banque de France ?</a>	France
14/06/2024	<a href="#">Monde – L'actualité de la semaine</a>	Monde
13/06/2024	<a href="#">En Inde, une victoire sans panache pour Narendra Modi</a>	Inde
13/06/2024	<a href="#">Allemagne – Léger recul de la production dans les branches intensives en énergie en avril</a>	Zone euro
13/06/2024	<a href="#">France – Immobilier de commerces : quel avenir ?</a>	France, immobilier
12/06/2024	<a href="#">Dans l'arène de Money 20/20, les combattants du temps réel !</a>	Banque, fintech
12/06/2024	<a href="#">Zone euro – L'accélération de la croissance tirée par les exportations au T1 2024</a>	Zone euro
11/06/2024	<a href="#">Afrique du Sud – Catastrophe pour l'ANC, contraint à former une coalition</a>	Afrique et Moyen-Orient

### 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), Nathan QUENTRIC

**Asie :** Sophie WIEVIORKA

**Amérique latine :** Catherine LEBOUGRE (coordination scénario)

**Afrique du Nord, Moyen-Orient :** Olivier LE CABELLEC, Laure DE NERVO

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

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

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

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

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