

Perspectives

Hebdomadaire – N°25/047 – 7 février 2025

MONDE – L'actualité de la semaine

☞ Guerre commerciale – Premiers échanges de tirs	2
☞ France : 2024, année record à la fois pour les défaillances et pour les créations d'entreprises.....	3
☞ Zone euro : trop d'incertitude pour la BCE pour se pré-engager... et pourtant	4
☞ Zone euro : en janvier 2025, l'indice PMI composite repasse dans le vert.....	6
☞ Italie : l'inflation accélère	7
☞ Allemagne : une deuxième année consécutive de contraction du PIB.....	8
☞ Bank of England : face aux incertitudes, la prudence est de mise	9
☞ Mexique : guerre commerciale, premières salves, cessez-le-feu fragile	11
☞ Délestages et infrastructures vieillissantes : le piège énergétique sud-africain.....	13

 Guerre commerciale – Premiers échanges de tirs

À la différence de la semaine précédente fournie en chiffres (dont la croissance du dernier trimestre 2024 aux États-Unis et dans la zone euro) et en événements (réunions de la Fed et de la BCE), la semaine qui s'achève a été assez pauvre en données (à l'exception, ce vendredi, de l'emploi aux États-Unis) mais riche en déclarations et décisions de D. Trump suivies, pour certaines d'entre elles, de contre-décisions.

L'actualité économique a en effet été dominée par les tarifs douaniers imposés à un rival évident, la Chine (droits de douane supplémentaires de 10%), mais aussi aux deux partenaires de l'accord de libre-échange nord-américain, Canada et Mexique (droits de douane de 25%). Si ces deux pays ont pu obtenir un répit d'un mois, les droits infligés à la Chine ont été maintenus. Celle-ci a rétorqué en appliquant, notamment, des droits de douane de 10% sur les importations en provenance des États-Unis de pétrole brut (10%), de charbon et de GNL (15%), ainsi qu'en ordonnant une enquête antitrust sur Google et en déposant une plainte contre les États-Unis auprès de l'OMC.

Les pays visés suscitent des interrogations sur les intentions du président américain. D. Trump considère que les partenaires commerciaux affichant des excédents commerciaux sur les États-Unis (un gain injustifié voire un vol) doivent être « punis » : cela fait de la Chine, du Mexique et de l'UE (essentiellement, l'Allemagne) des cibles évidentes alors que le Canada ne devrait pas l'être. Réduire les déficits bilatéraux reste la priorité, mais les arguments commerciaux peuvent être utilisés pour poursuivre d'autres objectifs, dont témoigne l'exemple colombien. Le répit (de courte durée) obtenu par le Mexique et le Canada tient à la promesse d'un contrôle plus strict de l'émigration et de mesures visant à freiner les flux de fentanyl à destination du marché américain.

Par ailleurs, le BEA (*Bureau of Economic Analysis*) vient de publier son estimation des comptes des ménages en décembre. Elle fait apparaître un taux d'épargne des ménages de seulement 3,8% du revenu disponible : les déséquilibres commerciaux américains ne sont pas seulement le fruit d'une concurrence déloyale. Toujours selon le BEA, l'indicateur d'inflation privilégié de la Fed (*PCE*,

Personal Consumption Expenditures) s'est établi en hausse de 2,6% sur un an en décembre, une progression inférieure à celle des prix à la consommation (2,9%). L'inflation *PCE* se redresse depuis le creux atteint en septembre (à 2,1%). Alors que les prix des biens sont stables (ils cessent de se replier), ceux des services continuent de progresser à un rythme soutenu (3,8% sur un an). L'inflation sous-jacente, signalée par le *core PCE*, est inchangée et toujours assez vigoureuse (2,8% sur un an).

Enfin, le rapport sur l'emploi de janvier (*Non Farm Payrolls*) aurait pu décevoir en signalant des créations d'emplois en janvier (143 000) inférieures aux attentes. Mais les créations d'emplois au cours des deux mois précédents ont été revues à la hausse. Par ailleurs, le taux de chômage s'est légèrement replié (de 4,1% à 4%). Ces chiffres font état d'un marché du travail encore solide et suggèrent que la Fed ne devrait pas montrer d'empressement à assouplir sa politique monétaire dans un contexte où plane le risque d'une inflation plus élevée. Les droits de douane annoncés sur le Mexique, le Canada et la Chine impliqueraient en effet une « facture » supplémentaire de près de 250 milliards de dollars se traduisant par une inflation supplémentaire de quelque 45 points de base (pb) sur dix-huit mois.

Du côté des marchés, le repli des taux d'intérêt s'est poursuivi, allant jusqu'à atteindre près de 10 pb sur la semaine pour les taux à dix ans aussi bien dans la zone euro (taux de *swap* et taux souverain allemand, Bund) qu'aux États-Unis (*US Treasuries*) où, en raison du redressement des taux courts, la courbe ne cesse de s'aplatir. L'Allemagne reste pénalisée par des perspectives de croissance médiocre, des interrogations sur son modèle de croissance, les élections à venir et la possibilité d'émissions publiques plus importantes : des incertitudes qu'elle paie en offrant un rendement à dix ans supérieur à celui du *swap* de même maturité. En France, l'adoption d'un budget (un peu « bancal » certes, mais c'est un budget tout de même) permet au *spread* contre Bund de se resserrer tout en excédant légèrement 70 pb. Enfin, l'euro continue de s'effriter contre dollar.

Zone euro

France : 2024, année record à la fois pour les défaillances et pour les créations d'entreprises

66 000 : c'est le nombre d'entreprises entrées en situation de défaillance en 2024 en France d'après la Direction générale des entreprises (DGE). Un chiffre nettement supérieur à la moyenne des années passées, mais qui doit cependant être relativisé. En effet, cette forte hausse des défaillances est en partie imputable à un effet de normalisation et de rattrapage *post-pandémie*, les entreprises les moins productives, qui avaient été protégées par les soutiens publics massifs mis en place pendant la crise sanitaire, se retrouvant plus souvent en situation de défaut. Le renouvellement du tissu productif est par ailleurs assuré grâce à de nombreuses créations d'entreprises, en vertu du principe de « destruction créatrice » cher à Schumpeter qui ne fait que retrouver son régime normal, après une période exceptionnelle. 1 111 200 nouvelles entreprises ont en effet été créées sur l'année : il s'agit là aussi d'un record.

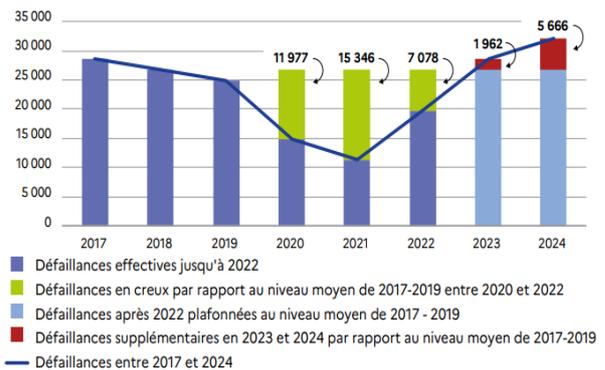
Un niveau élevé de défaillances d'entreprises à replacer dans un contexte particulier

66 000 entreprises sont entrées en situation de défaillance en 2024, par le biais de l'ouverture d'une procédure collective auprès du tribunal de commerce (sauvegarde, redressement judiciaire ou liquidation judiciaire), dont 32 000 avec au moins un salarié (à l'exclusion des entreprises individuelles), d'après une publication récente de la DGE¹. Ce dernier niveau est très élevé en comparaison des années 2020 à 2022, et même par rapport à son niveau pré-pandémique (environ 27 000 défaillances d'entreprises d'au moins un salarié en moyenne de 2017 à 2019). Pendant la crise sanitaire, l'État avait mis en place des mesures de soutien d'urgence aux entreprises, visant à sauvegarder le tissu productif et à maintenir l'emploi. Avec la fin de ces aides publiques, les entreprises peu productives se sont retrouvées en difficulté, et la DGE montre que celles-ci se retrouvent ainsi plus souvent en situation de défaillance. En outre, la crise énergétique et la remontée des taux d'intérêt ont joué un rôle, certes moins central, dans la hausse des défaillances. Ce qui change par rapport à l'avant-Covid est la taille des firmes défaillantes, de plus en plus grandes en termes de salariés, avec une augmentation plus forte pour les moyennes entreprises, les petites entreprises et les entreprises de taille intermédiaire, que pour les très petites entreprises. En revanche, la répartition sectorielle des défaillances a peu changé. Seul le poids relatif des activités immobilières, des activités informatiques et des services d'information augmente

fortement dans les défaillances sur la période récente.

La DGE quantifie à 35 000 le nombre de défaillances d'entreprises d'au moins un salarié qui auraient été évitées entre 2020 et 2022, soit l'équivalent de plus d'une année complète de défaillances.

Nombre annuel de défaillances d'entreprises en comparaison des niveaux pré-Covid



Source : bases Bodacc et FARE; calculs DGE sur le champ des unités légales d'au moins un salarié.

Note de lecture : La barre bleue représente le nombre de défaillances totales annuelles pour le champ des unités légales d'au moins un salarié. Pour les années 2023 et 2024, ce chiffre est décomposé entre la barre bleue bornée au niveau moyen observé entre 2017 et 2019, et la barre rouge qui comptabilise le surplus de défaillances par rapport à ce niveau moyen. La barre verte représente les défaillances évitées entre 2020 et 2022 par rapport au niveau moyen entre 2017 et 2019.

Source : Direction générale des entreprises

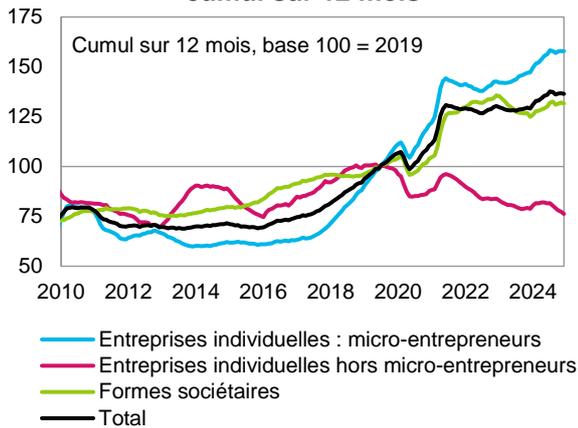
Les créations d'entreprises à un niveau record en 2024

L'Insee a pour sa part fait le bilan des créations d'entreprises sur le territoire français en 2024², et elles sont en nette augmentation. Avec 1 111 200 entreprises créées, soit une hausse de près de 6% par rapport à l'année précédente, cela représente un nouveau record. Les micro-entrepreneurs représentent à eux seuls 65% des créations (+7%, à un niveau record de 716 200). Les sociétés ont vu leurs créations augmenter de 5% (à 284 600, soit légèrement en-deçà du niveau record de 2022). En revanche, les créations d'entreprises individuelles classiques sont en repli (-3%, à 100 500 créations). Dans le détail, les créations d'entreprises se multiplient dans les secteurs du transport et entreposage (+24,9%), des activités de services récréatifs et de soutien (+15,9%), de l'hébergement et restauration (+12,4%) ou encore de l'industrie (+12%). Au contraire, elles s'amenuisent dans les activités spécialisées, scientifiques et techniques (-6,3%), et les activités immobilières (-4,9%).

¹ « [Comment expliquer l'augmentation des faillites d'entreprises ?](#) », Théma de la DGE n°28, février 2025.

² « [Les créations d'entreprises en 2024](#) », Insee première n° 2037, février 2024.

Créations d'entreprises par type, cumulé sur 12 mois



Derniers points : décembre 2024

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

Par ailleurs, certaines régions sont plus dynamiques que d'autres. C'est le cas de la Bretagne, des Hauts-de-France et de l'Auvergne-Rhône-Alpes qui enregistrent une hausse de 8% des créations d'entreprises par rapport à 2023. Sur le territoire métropolitain, les régions Provence-Alpes-Côte d'Azur et Normandie jouissent d'une hausse plus timide bien que positive (respectivement +3% et +5%). En outre-mer, la Martinique et Mayotte connaissent en revanche un recul des créations d'entreprises en 2024 (-18% et -13%).

☑ Notre opinion – En 2024, pour une entreprise en situation de défaillance, 16,8 sont créées. Même en regardant l'ensemble des radiations (ensemble des disparitions d'entreprises, dont les défaillances mais pas seulement), et en retirant les micro-entrepreneurs des créations d'entreprises, ces dernières restent 1,6 fois plus nombreuses. Pas de quoi s'alarmer, donc.

L'étude de la DGE sur les défaillances d'entreprises rejoint notre analyse, avec une prévalence du processus de rattrapage post-Covid, et un bon renouvellement du tissu productif grâce à des créations d'entreprises dynamiques. Elle met en lumière le rattrapage des défaillances qui n'avaient pas été enregistrées de 2021 à 2022, via des défaillances plus élevées pour les entreprises moins productives, qui avaient été protégées au même titre que les autres par les soutiens publics pendant la crise sanitaire.

👉 Zone euro : trop d'incertitude pour la BCE pour se pré-engager... et pourtant

Quand « l'incertitude sur le niveau du taux neutre et, plus généralement, sur la force de la transmission monétaire côtoie inévitablement l'incertitude sur les perspectives d'inflation et l'incertitude sur les perspectives économiques », on ne peut pas résumer l'orientation monétaire à la comparaison du taux directeur à une estimation très incertaine du taux dit neutre.

C'est ce qui résulte de la communication tant attendue de la BCE sur son estimation du taux neutre ou taux d'équilibre. Ce message signifie que la conduite de la politique monétaire va continuer de s'opérer à petits pas, avec une attention particulière donnée aux derniers indicateurs sans que les agents économiques ne puissent ancrer leurs anticipations sur une valeur précise du taux d'intérêt d'équilibre (r^*).

Les règles de politique monétaire, telles que la « règle de Taylor » selon laquelle l'écart du taux directeur à ce taux d'équilibre est fonction de l'écart de l'inflation à la cible, de l'ampleur et du signe de l'écart de production mais aussi des objectifs de stabilisation de l'inflation et de l'activité stipulés dans les mandats des banques centrales, ne sont pas encore prêtes à être édictées. L'utilisation de ces règles a été rendue de plus en plus complexe par l'incertitude autour de la valeur même de ce taux

d'équilibre : du fait de sa baisse continue au cours des décennies passées, puis du fait de la multiplication des chocs récents qui a brouillé l'évaluation du régime d'inflation et l'estimation de la croissance potentielle de l'économie mais aussi du niveau d'équilibre du taux d'intérêt.

En effet, le taux d'intérêt naturel ou d'équilibre est le taux d'intérêt réel qui permet d'équilibrer l'épargne et l'investissement et qui prévaut en l'absence de cycle économique et de chocs avec une production au potentiel et une inflation stable. La probabilité d'une coïncidence de ces événements étant pratiquement nulle, ce taux n'est pas observable, mais au mieux estimé.

Zone euro : estimations du taux d'intérêt d'équilibre



Sources : Crédit Agricole S.A./ECO

Au cours des dernières décennies les estimations ont montré un affaiblissement progressif de ce taux.

Plusieurs explications sont avancées, dont la principale est un déséquilibre croissant entre épargne et investissement. Cette préférence pour l'épargne se justifie par le vieillissement des populations (ce facteur expliquerait jusqu'à un tiers de la baisse du taux naturel), mais aussi la montée des inégalités des revenus et des richesses et l'augmentation des rentes oligopolistiques. Ces facteurs justifieraient une plus forte propension à épargner. À cela s'ajouterait l'incertitude croissante à la sortie des crises, notamment de la grande crise économique et financière, qui aurait alimenté la frilosité de l'investissement. Et il ne faut pas oublier que l'âge d'or de la politique monétaire, cette période de stabilité monétaire connue depuis les années quatre-vingt et jusqu'à la fin des années deux-mille, résultat de la réussite des politiques de ciblage de l'inflation par des banques centrales indépendantes, a contribué à des taux stablement bas. Victime de son succès, l'action des banques centrales a été renforcée, du moins dans la zone euro, par une politique budgétaire de stabilité, ayant contribué à la baisse de l'investissement public.

La crise de la Covid renforcée, en Europe, par la crise de l'énergie a ranimé l'inflation et posé la question d'un changement de régime. La forte

reprise post-pandémique a alimenté une demande de travail importante qui a résorbé le taux de chômage cumulé dans la décennie précédente, modifiant la réaction des salaires aux variations de l'activité. Ce retour de l'inflation, mais aussi les nouveaux besoins d'investissement dans les deux transitions et dans la sécurisation des chaînes de valeur, peuvent avoir contribué à réduire le déséquilibre entre l'épargne et l'investissement. Plusieurs estimations du taux d'intérêt naturel suggèrent qu'il pourrait avoir augmenté par rapport aux niveaux pré-pandémiques. La forte réponse de politique monétaire pourrait aussi avoir augmenté r^* et les perceptions de ce qu'il devrait être.

Lorsque le processus de désinflation conduit l'inflation près de la cible et que la phase de normalisation monétaire atteint sa fin, la question du taux « final » se pose. On attendait donc de la part des banques centrales une clarification par rapport au niveau du taux d'équilibre, nouveau ou vieux, soit-il.

La BCE a donc été contrainte de répondre à cette question mais elle l'a fait, aujourd'hui, avec une grande prudence. Elle souligne que les évaluations du niveau et de la direction de r^* sont entourées d'une très grande incertitude, ce qui les rend floues.

En effet, parmi les différentes méthodes d'estimation retenues, si on se limite à celles fournies par des modèles de la structure par terme des taux d'intérêt et à celles qui mobilisent des modèles structurels, les estimations varient dans une fourchette de -0,5% à +0,5% pour le taux neutre réel et de +1,75% et +2,25% pour le taux neutre nominal.

En dépit de l'amplitude de la fourchette d'estimation, il semble que, dans l'environnement post-pandémique, il y ait eu une certaine augmentation de r^* . Cependant, les estimations actuelles restent sensiblement inférieures à celles qui prévalaient avant la crise financière mondiale, ce qui laisse présager la persistance de risques baissiers en cas de chocs désinflationnistes suffisamment importants.

☑ Notre opinion – L'attente était forte pour un guidage après que la succession des crises, des chocs et le retournement des politiques économiques avaient balayé le peu de certitude autour du rythme de croissance potentiel, de l'ampleur de l'écart de production, du type de régime d'inflation. L'incertitude croissante sur l'environnement géo-économique ne fait qu'augmenter le risque d'événements à la fois plus fréquents et plus extrêmes et affaiblit l'ancrage des anticipations autour d'un seul équilibre.

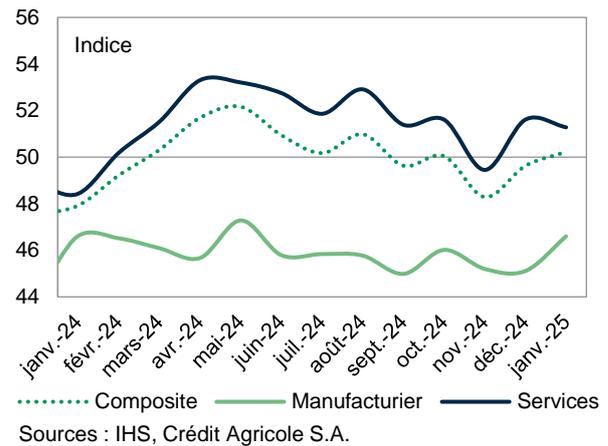
Dans cet environnement, le risque de divergence de ces anticipations et de trajectoires auto-réalisatrices conduisant à des équilibres multiples requiert à la fois des coupe-circuits puissants et un guidage explicite. Mais cet environnement de fragmentation et de tension augmente aussi la volatilité de l'inflation, à la hausse mais aussi à la baisse. Un tel contexte justifierait aussi une réactivité et une flexibilité plus fortes de la politique monétaire. Par ailleurs, compte tenu de politiques budgétaires contraintes par les niveaux élevés des dettes publiques, de politiques de bilan des banques centrales rendues plus prudentes par leurs conséquences négatives en termes de bulles d'actifs et de pertes en bilan, un rôle plus important pourrait être dévolu au taux d'intérêt comme outil de stimulation de la demande. Avec un taux d'équilibre toujours faible, la perspective de taux d'intérêts négatifs n'est pas à exclure.

 **Zone euro : en janvier 2025, l'indice PMI composite repasse dans le vert**

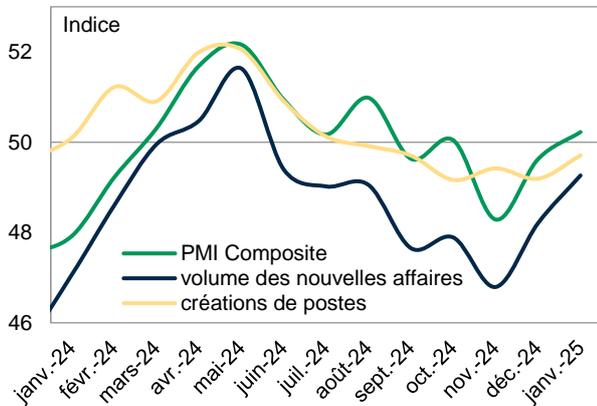
L'indice PMI composite pour la zone euro pour le mois de janvier 2025 a été publié par S&P ce mercredi. L'indice composite, qui est une moyenne pondérée de l'indice PMI de la production manufacturière et de celui de l'activité des services, fait son retour dans le positif pour la première fois depuis août 2024 (à 50,2), signe d'un redressement de l'activité au sein de la zone euro. Globalement, cette amélioration peut s'expliquer par la décélération de la baisse de la production du secteur industriel couplée à la bonne tenue des services. Plus précisément, ce sont les perspectives à un an et la stabilisation de l'emploi qui portent cette embellie. Le tout est cependant nuancé par une faible demande, notamment extérieure, et une importante inflation des coûts (un pic depuis avril 2023). Cela menant à une hausse des prix de vente ainsi qu'à un volume des affaires nouvelles qui se contractent, ce qui pèse sur l'état de l'activité. L'Espagne reste le moteur de la zone avec un indice à 54 – malgré un ralentissement de l'expansion de son activité. L'accélération de l'activité dans la zone est bien aidée par le rebond allemand qui effectue son retour dans le positif (50,5 – plus haut niveau depuis huit mois). À l'inverse, l'Italie et la France, respectivement à 49,7 et 47,6, restent enlisées à des niveaux signalant un recul de l'activité, du fait du ralentissement pour l'une et de la contraction pour l'autre de leur secteur des services ainsi que du marasme de l'industrie.

perspectives sur douze mois s'embellissent (+4) dans l'espoir d'une sortie des impasses politiques françaises et allemandes. Ce sont la Grèce et l'Espagne qui tirent cette amélioration en étant au-dessus du seuil de 50, qui délimite la contraction de la croissance. Néanmoins, ces louables performances sont contrebalancées par les résultats plus négatifs de la France et de son voisin outre-Rhin qui ferment la marche (45), malgré le fait que l'indice en janvier se situe au niveau le plus élevé depuis sept et huit mois.

UEM : indices composites d'activité (PMI)



UEM : indicateurs d'activité



L'indice PMI des services enregistre une croissance moins soutenue qu'en décembre 2024

En effet, ce dernier passe de 51,6 en décembre 2024 à 51,3 en janvier 2025, après une année 2024 caractérisée par une croissance positive mais en affaiblissement. L'activité progresse grâce à l'amélioration de la demande, principalement intérieure, ainsi qu'à de bonnes perspectives à un an, bien qu'elle soit freinée par une confiance en léger repli. De plus, les tensions sur les prix montent via une inflation des coûts qui atteint son pic depuis neuf mois débouchant sur une hausse des prix facturés (plus haut niveau depuis mai 2024). Toutefois, la croissance du secteur des services de la zone euro demeure solide et promise à un accroissement futur porté par l'augmentation des nouvelles affaires et de l'emploi. À l'image de la zone euro dans son ensemble, les principaux pays ont connu la même évolution durant ce mois de janvier, à savoir une hausse de l'activité, mais à un rythme moins soutenu qu'en décembre 2024. C'est le cas de l'Allemagne, de l'Espagne et de l'Italie. Seule la France continue d'afficher une contraction de son secteur des services dont l'indice PMI passe de 49,3 à 48,2 – imputable, entre autres, à une chute de la confiance des entreprises qui se heurte à son plus bas niveau depuis 56 mois.

L'indice PMI de l'industrie manufacturière se redresse, mais reste dans le rouge

En janvier 2025, l'indice PMI de l'industrie croît de 1,5 point par rapport au mois dernier pour atteindre 46,6, soit son plus haut niveau depuis mai 2024. Si on ne peut pas parler de reprise, on assiste bien à une moindre dégradation de l'activité du secteur industriel européen qui se rapproche de la stabilisation (50). La baisse de la production, des commandes et des stocks s'atténue, tandis que les

☑ Notre opinion – L'indice PMI composite de la zone euro a atteint 50,2 – son plus haut niveau depuis cinq mois. Le secteur manufacturier se redresse, mais demeure bien en dessous du seuil des 50, tandis que l'activité des services reste solide, laissant entrevoir une hausse future. Toutefois, il est trop tôt pour parler de reprise pérenne puisque la résurgence des coûts pour les entreprises, à la fois dans l'industrie et dans les services, si elle devait se confirmer, pourrait freiner l'activité au sein de la zone. L'Espagne fait figure de bon élève – plus d'un an sans connaître de contraction de son activité. En revanche, l'Italie, qui se portait plutôt bien, décroche depuis octobre si bien que l'Allemagne l'a dépassée en ce mois de janvier 2025. La France, quant à elle, reste à la traîne.

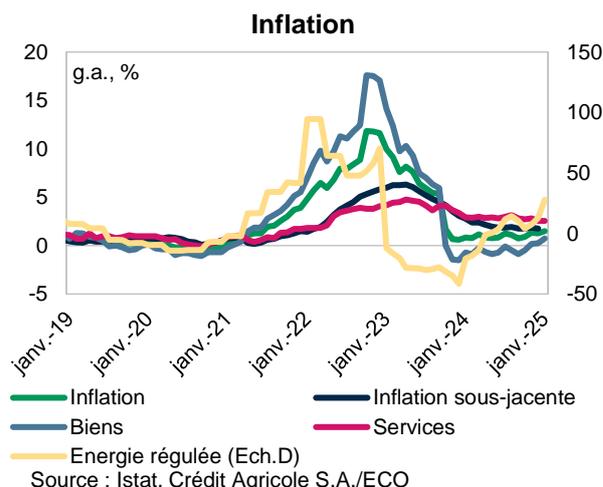
👉 Italie : l'inflation accélère

En janvier 2025, l'indice des prix à la consommation a progressé de 0,6% sur un mois et de 1,5% sur un an, confirmant une accélération modérée de l'inflation. Cette hausse est principalement attribuable à la remontée des prix de l'énergie, notamment des biens énergétiques réglementés (+12,7% à +27,8%), tandis que l'inflation sous-jacente, qui exclut l'énergie et les produits alimentaires frais, reste stable à 1,8%.

La dynamique sectorielle met en évidence une divergence entre biens et services. Les prix des biens ont progressé plus rapidement (de +0,2% à +0,7%), réduisant l'écart avec la croissance de ceux des services. Les tensions sont principalement visibles sur les prix des aliments transformés et des biens durables, tandis que certains secteurs, comme les transports et les communications, enregistrent un ralentissement. Par ailleurs, les prix des biens de consommation courante n'ont que faiblement augmenté, limitant l'impact immédiat sur le pouvoir d'achat des ménages.

Toutefois, cette tendance haussière reste relativement contenue par rapport à la moyenne de la zone euro (+2,5% sur un an). L'indice harmonisé des prix à la consommation (IPCA) a enregistré une baisse de 0,7% sur un mois, en raison des soldes saisonniers, mais affiche une progression de 1,7% sur un an, marquant une accélération par rapport au mois précédent.

Parallèlement, l'Istat a également présenté la nouvelle pondération du panier moyen d'inflation pour l'année 2025, fondée sur les principales dépenses des ménages au cours de l'année précédente. Outre l'augmentation du nombre de biens pris en compte dans le calcul de l'indice, la révision montre une hausse du poids du logement, de l'eau, de l'électricité et des combustibles (+0,6 point de pourcentage p.p.), des transports (+0,6 p.p.) et des services d'hébergement et de restauration (+0,2 p.p.), tandis que les prix des loisirs, spectacles et culture (-0,7 p.p.), des communications (-0,2 p.p.) et des autres biens et services (-0,2 p.p.) ont diminué.

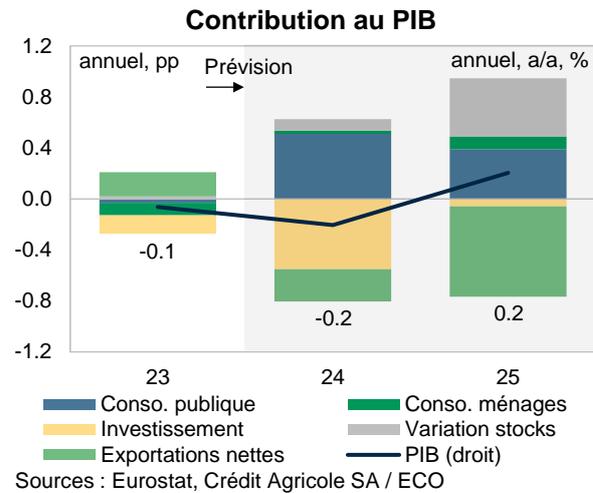


☑ Notre opinion – En janvier, l'inflation en Italie a connu une légère accélération de nouveau tirée par les l'énergie. En effet, la baisse des prix énergétiques réglementés a un peu épuisé son effet, ce qui explique en partie cette reprise. L'inflation reste néanmoins inférieure aux 2% ciblés par la BCE et à celle des autres pays de la zone ; mais l'Italie a également été l'un des pays où le taux d'inflation est le plus sensible aux hausses des prix de l'énergie, avec un impact encore présent sur les ménages. Ainsi, la sensibilité des ménages aux variations de prix reste un facteur à surveiller, en particulier dans un contexte d'incertitude économique.

 **Allemagne : une deuxième année consécutive de contraction du PIB**

L'institut national de statistique a révisé à la baisse le produit intérieur brut (PIB) à -0,2% au quatrième trimestre 2024 dans sa seconde estimation préliminaire avant la publication des comptes nationaux trimestriels complets. L'activité du quatrième trimestre aurait été soutenue par la consommation des ménages et par la consommation publique, tandis que les exportations auraient chuté. La révision des comptes nationaux n'a pas été étendue aux trimestres précédents, ce qui ne modifierait pas l'estimation annuelle d'une contraction du PIB de -0,2% en 2024. Ces résultats confirmeraient que la locomotive européenne aurait enregistré une deuxième année consécutive de recul, après -0,1% en 2023, conformément à nos prévisions pour l'économie allemande. Dans la perspective de 2025, les indicateurs avancés ne signalent pas encore d'amélioration, ne montrant que peu de signes de reprise. En ce sens, le gouvernement allemand a

revenu à la baisse sa prévision de croissance à 0,3% en 2025 dans son rapport économique annuel.



Notre opinion – Nous anticipons une très légère reprise du PIB à 0,2% en 2025. L'activité économique en 2025 serait principalement soutenue par la consommation publique (+1,8%), malgré les ressources budgétaires limitées. Dans une moindre mesure, nous estimons une légère progression de la consommation des ménages (+0,2%), lestée par la faible confiance des ménages dans un contexte de médiocre performance de l'économie et par les gains de pouvoir d'achat encore trop timides.

En revanche, la formation brute de capital fixe continuerait de reculer (-0,3%) à cause du long délai de transmission des hausses passées des taux d'intérêt et de la dégradation du secteur industriel allemand. La progression de l'investissement en autres produits (+1,8%) ne suffirait pas à compenser l'effondrement de l'investissement en construction (-1,2%) et la chute de l'investissement productif (-0,5%).

Les exportations nettes continueraient de se contracter en raison de la diminution des exportations (-0,7%) et de l'augmentation des importations (+1%). La diminution des importations chinoises de produits allemands due à l'introduction de barrières au libre-échange de marchandises et le ralentissement graduel de la croissance de l'économie chinoise, continueraient de peser sur la performance des exportations allemandes vers le pays asiatique.

Royaume-Uni

Bank of England : face aux incertitudes, la prudence est de mise

À l'issue de sa réunion de politique monétaire de février, la Banque centrale d'Angleterre (BoE) a réduit son taux directeur (*Bank rate*), de 25 points de base (pdb) à 4,5%, en ligne avec nos prévisions et celles du consensus. La banque centrale se félicite des progrès réalisés sur le plan de l'inflation, qui après un pic à près de 11% en octobre 2022 est retombée à 2% en mai 2024 et est restée proche de la cible depuis (2,5% en décembre).

Un changement « dovish » dans le résultat des votes, mais qui ne présage rien de la suite

Si la décision de réduire les taux de 25 pdb était entièrement anticipée, le résultat des votes a surpris fortement. Il montre que deux membres du comité de politique monétaire (MPC), Swati Dhingra et Catherine L. Mann, ont voté pour une baisse de taux plus significative, de 50 pdb, qui aurait porté le taux directeur à 4,25%. Le vote de Swati Dhingra n'est pas une surprise. Elle a toujours été une « *dove* » au sein de MPC.

Ce qui est plus notable, c'est le changement de camp de Catherine L. Mann. Cette membre du MPC, au biais historiquement *hawkish*, semble justifier sa décision par la nécessité d'une « approche plus activiste » afin de donner « un signal clair aux marchés sur les conditions financières qui seraient appropriées pour le Royaume-Uni ». Cependant, elle pense toujours que « la politique monétaire devra rester restrictive pour un certain temps afin d'ancrer les anticipations d'inflation et le *Bank rate* devrait probablement rester élevé étant donné la persistance structurelle et la volatilité macro-économique ». Il n'est donc pas certain que madame L. Mann continue encore de voter pour des baisses de taux de 50 pdb. Par ailleurs, la préférence de Madame L. Mann pour un rythme plus rapide de baisses de taux ne signifie pas forcément un taux directeur terminal plus bas qu'envisagé précédemment.

A *contrario*, pour Swati Dhingra, les raisons évoquées pour justifier son vote sont réellement liées aux « faibles perspectives de la demande » qui signifient que l'inflation devrait être, de manière soutenable, proche de la cible à moyen terme, malgré une remontée temporaire à court terme due aux prix régulés de l'énergie.

Une tonalité moins accommodante que le résultat des votes

Cette orientation légèrement plus *dovish* du résultat des votes n'a pas été accompagnée par une tonalité plus accommodante sans équivoque. La BoE a apporté un changement à sa *forward guidance* : il s'agit de l'ajout du mot « prudent » (ou « *careful* ») à celui de « graduel » en ce qui concerne l'assouplissement monétaire à venir. En plus des

risques de persistance de l'inflation (qui continuent de justifier une approche progressive dans le retrait de la restriction monétaire), la BoE souligne une hausse des incertitudes, à la fois mondiales et domestiques. Sur le plan des incertitudes mondiales, la BoE n'a pas encore pris en compte l'impact d'une hausse des tarifs douaniers de la part des États-Unis sur les importations de leurs partenaires commerciaux dans ses prévisions.

Sur le plan domestique, la BoE est préoccupée des incertitudes concernant les trajectoires d'offre et de demande de l'économie.

En effet, si la demande ralentissait plus rapidement que l'offre, cela agirait à la baisse sur les pressions inflationnistes et justifierait un taux directeur plus bas, mais si l'offre était plus faible que la demande, les pressions inflationnistes seraient plus élevées, ce qui nécessiterait une politique monétaire plus restrictive. Le MPC continuera de surveiller de près les risques de persistance de l'inflation et les signaux que l'économie envoie sur l'évolution de cet équilibre entre l'offre et la demande. Selon nous, il s'agit d'un signal *hawkish* : il n'y a pas d'urgence à baisser les taux rapidement en dépit du fort ralentissement de la croissance. En effet, la BoE continue de considérer que « la politique monétaire devra rester restrictive pour suffisamment longtemps » et ce « jusqu'à ce que les risques autour d'un retour soutenable de l'inflation à la cible de 2% à moyen terme se soient entièrement dissipés ». Comme en décembre (lorsque les taux ont été maintenus inchangés), le MPC indique qu'il décidera « à chaque réunion » du degré approprié du caractère restrictif de la politique monétaire.

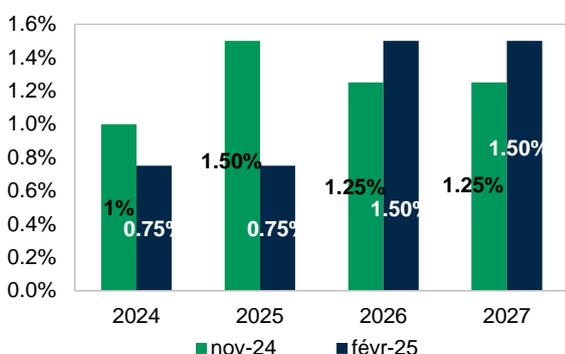
Un taux d'intérêt d'équilibre revu à la hausse

Le rapport de politique monétaire a donné des indications supplémentaires concernant le taux d'intérêt d'équilibre de long terme. En août 2018, la BoE avait jugé que le taux d'équilibre était compris dans la fourchette de 2% à 3% à long terme en termes nominaux (0%-1% en termes réels). À présent, elle indique que les modèles macro-économiques suggèrent une hausse du taux réel d'équilibre (R^*) de 25 à 75 points de base depuis 2018 (contre plus de 90 pdb selon les mesures dérivées des marchés financiers). Cela indique une borne haute pour le taux directeur de long terme à 3,75% et donc, potentiellement, seulement trois baisses de taux supplémentaires (contre deux anticipées par les marchés). Pour information, notre [scénario](#) économique central (prévisions établies à la mi-décembre) table sur un taux directeur terminal à 2,50% fin 2026 (avec quatre baisses de taux au total cette année et cinq l'année prochaine), en ligne avec la valeur centrale de l'estimation précédente du taux d'équilibre nominal de long terme.

Des prévisions économiques plus détériorées

La BoE a révisé fortement ses prévisions économiques : à la baisse pour la croissance et la productivité, à la hausse pour l'inflation et pour le taux de chômage. La prévision de croissance pour 2025 a été réduite de moitié : à seulement 0,75% (comme en 2024), contre 1,5% prévu en novembre 2024. Cela traduit en grande partie le ralentissement très marqué de l'économie au cours de la seconde moitié de 2024 et des enquêtes de climat des affaires et de confiance du consommateur plus déprimées. Le PIB réel n'a crû que de 0,1% au troisième trimestre (contre 0,3% anticipé) et la BoE anticipe désormais une légère contraction de l'activité de 0,1% au dernier trimestre 2024, suivi par un rebond de 0,1% au T1. La croissance accélérerait à partir du milieu de cette année et s'établirait à 1,5% en 2026.

Prévisions de la BoE pour la croissance annuelle du PIB réel



Source : Crédit Agricole S.A./ECO

Dans le cadre de son bilan annuel des capacités d'offre de l'économie, le MPC signale une productivité réduite et une baisse de la croissance potentielle au cours de l'année écoulée (de 1,5% en début d'année 2024 à environ 0,75% début 2025). En effet, en raison d'une récente révision à la hausse du niveau de la population par l'institut national des statistiques, la BoE estime que le niveau de l'offre

potentielle de main-d'œuvre est plus élevé. Les rythmes de croissance n'étant pas revus dans la même proportion, cela signifie que la productivité est plus faible qu'estimé précédemment. La banque centrale anticipe toutefois une amélioration de la croissance potentielle des capacités d'offre dans les années à venir (à environ 1,5% à moyen terme avec une croissance de l'offre de travail de 0,75% par an), jugeant qu'il existe « de bonnes raisons de penser que la productivité va rebondir », notamment en raison des effets à long terme des réformes structurelles entreprises par le gouvernement.

En raison de cet affaiblissement des capacités d'offre à court terme, le ralentissement récent de la demande n'entraîne qu'un faible écartement de l'*output gap* : révisé à la baisse de seulement 25 pdb à -0,25% et -0,50% du PIB potentiel pour 2024 et 2025 respectivement. Le marché du travail est à présent jugé à l'équilibre (et non plus en situation de tension), avec un ratio de postes vacants par chômeur de retour à son niveau pré-crise et un taux de chômage estimé à 4,4% sur les trois mois à fin novembre. La BoE anticipe un léger rebond du taux de chômage à 4,5% au premier trimestre, une stabilité pour le reste de l'année et une hausse modeste à 4,75% en 2026, au-dessus du taux de chômage d'équilibre de long terme estimé à 4,5%.

Enfin, l'inflation connaîtrait un rebond plus marqué à court terme qu'anticipé précédemment. L'inflation CPI atteindrait 3,7% au T3-2025 (contre 2,8% prévu trois mois plus tôt), soit une révision significative due principalement aux prix de l'énergie, notamment une hausse d'environ 20% des prix du gaz sur les marchés européens depuis novembre (qui entrent dans le calcul des tarifs de gaz régulés pour les ménages). L'inflation resterait supérieure à la cible pour plus longtemps qu'anticipé en novembre et ne la retrouverait qu'à la fin de l'année 2027. Elle atteint un plus haut au T3-2025 avant de reprendre une trajectoire baissière : à 3,5% au T4-2025 (contre 2,7% prévu trois mois auparavant), à 2,4% au T4-2026 (2,2% pour la prévision précédente) et 2% au T4-2027 (1,8%).

☑ Notre opinion – *Le vent glacial de février a soufflé sur Threadneedle Street cette semaine. Il n'a pas épargné les nouvelles prévisions de croissance de la « vieille dame », révisées fortement à la baisse et où l'activité, à l'arrêt depuis la mi-2024, frôle à nouveau la récession. Pis encore, cette faiblesse de l'activité ne serait pas que conjoncturelle, la BoE y voit en partie une baisse de la productivité et des capacités d'offre de l'économie (un facteur inflationniste). Les prix connaîtront un nouveau choc à court terme d'origine principalement exogène lié à la hausse prix de l'énergie et de l'impact des mesures de politique budgétaire annoncées par le gouvernement dans son budget de l'automne. Les ménages verront le coût de la vie se détériorer de nouveau. Si la hausse de l'inflation à court terme était temporaire (pic au T3-2025), le profil d'inflation resterait supérieur à la cible pour plus longtemps, ce qui implique de nouveau des risques éventuels d'effets de second tour que la BoE cherchera absolument à éviter.*

En dépit de votes des membres du MPC penchant vers davantage de baisses de taux, la communication du comité de février n'est pas dovish sans équivoque. Elle est même plutôt hawkish, validant peu ou prou les anticipations de marché de seulement deux baisses de taux supplémentaires cette année (contre trois pour nous). À retenir surtout, la révision à la hausse du taux d'intérêt réel d'équilibre de long terme signale un risque haussier sur nos prévisions de taux directeur terminal à 2,5% fin 2026.

Pays émergents

Amérique latine

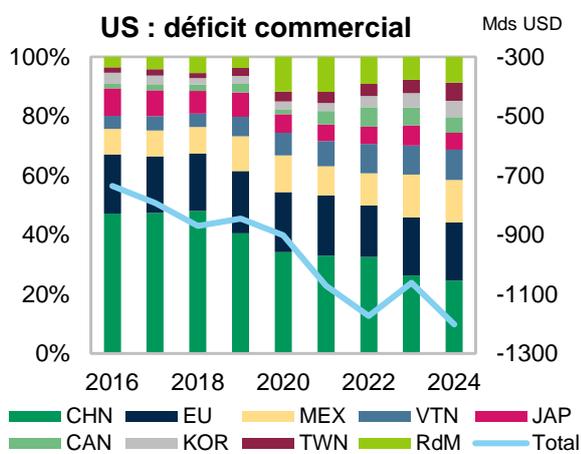
Mexique : guerre commerciale, premières salves, cessez-le-feu fragile

Donald Trump a mis sa menace à exécution en signant un décret instaurant des droits de douane de 25% sur les biens importés du Mexique et du Canada (entre autres). Justifiée par des préoccupations de sécurité liées au trafic de fentanyl et à l'immigration illégale, cette décision a provoqué deux jours de quasi panique avant d'être suspendue pour un mois, afin de permettre des négociations. Bien que D. Trump prétende viser des objectifs non commerciaux, son but ultime semble bien être la réduction du déficit commercial américain. Sa vision du commerce international le pousse à cibler tout pays affichant un excédent commercial, qu'il assimile à un gain indu aux dépens des États-Unis, et donc à viser, au-delà des victimes immédiates, l'Europe, le Vietnam ou le Japon.

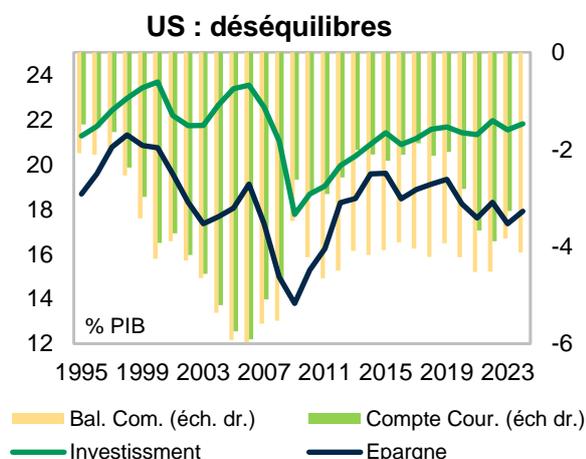
L'imposition de droits de douane revient à enterrer le libre-échange nord-américain, dont la nouvelle version, l'USMCA³, avait pourtant été signée par D. Trump la qualifiant alors de « bon accord ». Entre autres nouvelles dispositions (propriété intellec-

tuelle, monopoles d'État), l'USMCA renforçait les règles d'origine, poussait les salaires à la hausse dans l'industrie mexicaine et incluait une clause de renégociation en 2026. Mais, le Mexique a tiré profit de la guerre commerciale sino-américaine qui a contribué à l'augmentation de son excédent commercial sur les États-Unis. Ce dernier se concentre sur trois secteurs-clés : automobile, machines et électronique. Les États-Unis se sont inquiétés de voir le Mexique utilisé comme « cheval de Troie » par la Chine.

Cette approche du commerce, assimilé à un jeu à somme nulle, néglige les avantages que les États-Unis ont tiré et tirent de la délocalisation de certaines productions industrielles et mésestime leur capacité « naturelle » à produire des déséquilibres externes : une croissance soutenue pour une économie mature (2,6% l'an, en moyenne)⁴, une demande supérieure à la production nationale, un taux d'épargne (19% du PIB) structurellement inférieur au taux d'investissement (22% du PIB).



Sources : US Census, Crédit Agricole S.A./ECO



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

Cette stratégie omet les conséquences auxquelles les États-Unis s'exposent eux-mêmes en raison de leur dépendance à l'égard de ces deux fournisseurs-clés (environ 30% de leurs importations) et de l'imbrication des chaînes de production ; cette stratégie ne se soucie évidemment pas des conséquences auxquelles elle expose ses partenaires

commerciaux les plus proches : les exportations à destination des États-Unis représentent, respectivement, 20% du PIB mexicain et 16% du PIB canadien.

Les bienfaits pour le Mexique de trente ans d'intégration commerciale avec ses voisins du nord méritent d'être nuancés⁵ ; en revanche, des droits de douane à hauteur de 25% frapperaient durement

³ L'USMCA, Accord États-Unis-Mexique-Canada, remplace l'Accord de libre-échange nord-américain (ALENA, en vigueur depuis janvier 1994, puis renégocié de l'été 2017 à septembre 2018). L'USMCA a été signé en novembre 2018 ; il est entré en vigueur le 1^{er} juillet 2020.

⁴ Source : FMI, WEO, moyenne 1980-2024 ; pour la zone euro (moyenne 1992-2024), le taux de croissance est de 1,5%, les

taux d'épargne et d'investissement de, respectivement, 22% et 23% du PIB.

⁵ Un article se proposant de dresser un bilan de trente ans de libre-échange sur le Mexique, aux plans national et régional, sera publié ultérieurement.

une économie mexicaine déjà en perte de vitesse (avec un recul trimestriel du PIB de 0,6% fin 2024) et de plus en plus dépendante de la demande externe. Le secteur industriel compte pour près 20% du PIB mexicain, dont 5% pour le seul secteur automobile, qui exporte 130 milliards par an aux Etats Unis. Les droits de douane nuiraient également à l'investissement mexicain qu'il soit domestique ou lié au « *nearshoring* » : c'est notamment à l'aune de ce risque qu'il faut interpréter la réaction peu vindicative de la présidente Claudia Sheinbaum. Contrairement à son homologue canadien, C. Sheinbaum a privilégié l'apaisement mais en restant ferme, notamment contre les accusations de collusion avec les cartels. Tout en obtenant la coopération américaine pour limiter la vente d'armes aux narcotrafiquants, cette stratégie s'est révélée doublement payante : elle offre un répit, certes court, au Mexique et unit le parti, mais aussi une partie de l'opposition derrière la présidente, en la créditant d'une cote de popularité de plus de 80%.

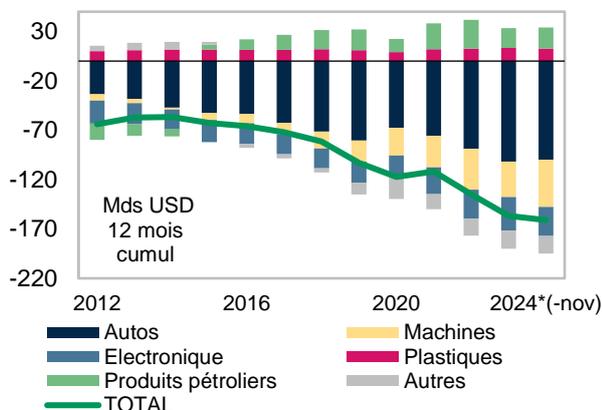
Le pragmatisme de C. Sheinbaum s'est manifesté dès le début de son mandat. Des mesures préventives pour ménager son voisin du nord ont été prises (comme l'augmentation des droits de douane sur les importations d'acier, d'aluminium et de textile en provenance de pays asiatiques). La lutte contre les cartels a été intensifiée (importantes saisies de fentanyl) et le contrôle de l'émigration a été renforcé. Toutes ces mesures visent à ne pas froisser les États-Unis sans le soutien desquels le *Plan México* risque de ne pas produire les effets escomptés.

Le *Plan México*, présenté en janvier par C. Sheinbaum, vise à doper l'investissement et la croissance potentielle. Le plan aspire à attirer 277 milliards de dollars d'ici 2030 (2 000 projets, dont plus de 100 parcs industriels) et à porter l'investissement à 28% du PIB grâce à des

incitations fiscales et à une simplification des procédures. Il vise également à attirer des investissements dans les hautes technologies et les semi-conducteurs. L'objectif est d'élever le Mexique au-delà du simple assemblage et de réduire la dépendance vis-à-vis de la Chine et d'autres pays asiatiques. La présidente entend également profiter de la restructuration des échanges sino-américains pour accroître les parts de marché du Mexique, stimuler la croissance et placer le pays parmi les dix premières économies mondiales. Cela nécessite d'importants investissements en énergie, sécurité et infrastructures de transport. Or, l'investissement mexicain (25% du PIB) et les investissements directs étrangers sont en baisse. L'incertitude liée aux tarifs douaniers est loin d'être seule responsable : des défaillances locales peuvent être incriminées (qualification insuffisante de la main-d'œuvre, inquiétudes face aux réformes constitutionnelles, violences et insécurité mais aussi insécurité juridique, nécessité de renforcer l'Etat de droit).

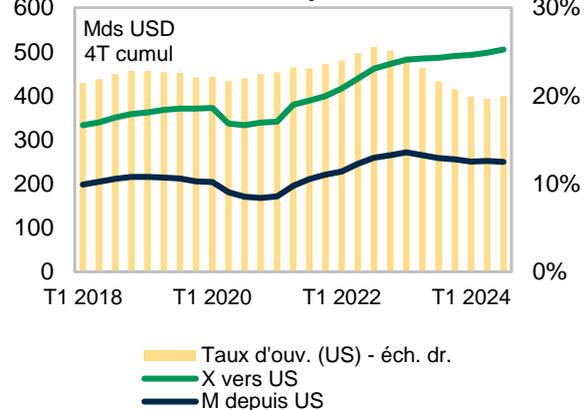
Au-delà des souhaits (et des nécessités) mexicaines, l'interdépendance économique des trois pays nord-américains⁶, accentuée par le découplage avec la Chine, laisse espérer un nouvel accord. Les futures négociations débiteront bien avant 2026. Elles devraient porter sur l'augmentation de la part « *états-unienne* » dans la valeur ajoutée, un contrôle accru des importations et investissements chinois, une possible harmonisation régionale des droits de douane à l'encontre de la Chine, un contrôle américain renforcé sur la résolution des conflits, la suppression de barrières sur certains produits agricoles et textiles et, *in fine*, sur les déficits commerciaux. Des sujets non commerciaux comme l'immigration et le narcotrafic devraient également être abordés.

Solde commercial US vs MX



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

Commerce Mexique-Etats-Unis



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

⁶ L'industrie automobile, par exemple, fonctionne comme si les frontières n'existaient pas. Les composants passent plusieurs fois les frontières avant l'assemblage final ; 20% des voitures

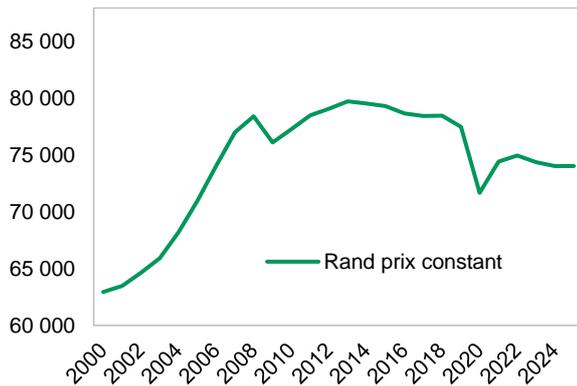
vendues aux États-Unis sont produites au Mexique, avec 35% de valeur ajoutée américaine. Cela explique les vives protestations du secteur dans le Michigan.

Afrique sub-saharienne

Délestages et infrastructures vieillissantes : le piège énergétique sud-africain

L'Afrique du Sud, deuxième puissance économique du continent, s'enlise dans une stagnation qui menace son avenir. Depuis 2014, le pays peine à maintenir une croissance du PIB supérieure à 2%, si bien qu'en prenant en compte la pression démographique, la richesse par habitant stagne depuis 2008 et baisse même depuis la crise du Covid !

Afrique du Sud : PIB par habitant



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

Cela révèle une économie paralysée par des contraintes structurelles profondes. Celles-ci se retrouvent dans tous les secteurs stratégiques de l'économie : les télécommunications, insuffisantes pour une économie moderne ; les capacités logistiques, notamment des infrastructures portuaires, pourtant cruciales pour les exportations minières, pilier traditionnel de l'économie sud-africaine ; le système énergétique, dont la transition tarde mais aussi l'électricité, dont les coupures répétées freinent la production. La Banque centrale a estimé que ces dernières avaient représenté, à elles seules, un choc négatif de croissance de l'ordre de 2% en 2023. Pour 2024, elle prévoit un impact négatif de 0,8%, une amélioration qui tient compte d'une période de dix mois consécutifs sans délestage.

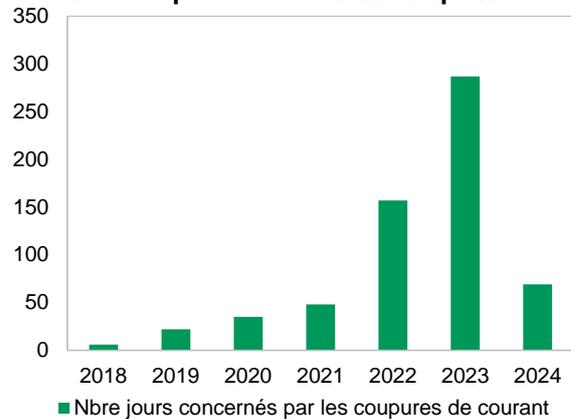
Bien que le coût sur la croissance semble se résorber en 2024, ce n'est pas là le signe d'une résolution des problèmes structurels, dont les coupures de courant ne sont qu'un symptôme. Ces dernières années, les coupures d'électricité sont devenues une réalité quotidienne en Afrique du Sud. Le système de délestage, organisé sur huit niveaux, impose aux ménages et aux entreprises des interruptions de courant pouvant varier de 2 à 16 heures par jour. Le gouvernement a cependant accéléré les réformes pour répondre à cette problématique majeure. C'est donc l'occasion de faire le point sur l'état du secteur. Quelle contrainte sa défaillance représente-t-elle pour l'économie ? Quelles-en sont les causes ? Quelle réponse est

apportée par le gouvernement et quels en sont les résultats ? Enfin, peut-on s'attendre à une sortie du piège énergétique sud-africain à court comme à moyen-terme ?

Les coupures de courant, un problème ancien, aux coûts socio-économiques importants

Les coupures de courant en Afrique du Sud ne sont pas un phénomène récent, leurs origines remontant à 2008. Cependant, c'est en 2022 et, plus encore en 2023, que la situation s'est considérablement aggravée, avec des coupures pouvant durer en moyenne de 10 à 12 heures par jour. Elles sont surtout devenues plus fréquentes et presque deux fois plus longues que celles observées en 2008, dont le pic avait été de 7 heures consécutives.

Des coupures de courant fréquentes



Sources : Crédit Agricole S.A./ECO,

Les délestages perturbent le quotidien des ménages, mais constituent surtout une entrave majeure à l'activité économique. En effet, ces longues coupures entravent l'activité industrielle (qui représentait 24,6% du PIB en 2023⁷). Une conséquence concrète est l'impact sur la production dans le secteur minier, pilier de l'économie nationale⁸. Selon Investec, les représentants du secteur ont indiqué que les niveaux de délestage atteints en 2022 et 2023 sont à la limite d'un niveau de rupture qui, franchi, représentera un risque majeur de pertes d'emploi, mais aussi de fermetures de puits.

Au-delà du seul secteur industriel, c'est toute l'économie qui pâtit de ces coupures, que ce soit par une réduction de la productivité que par l'érosion de la confiance des investisseurs dans l'ensemble de l'économie sud-africaine.

Enfin, ces coupures ont un coût social important. D'une part, elles représentent un risque direct pour la santé et la sécurité des citoyens, affectant plus fortement les *townships*, quartiers défavorisés sud-

⁷ Banque mondiale, 2023

⁸ SA's Load Shedding: Impact on Key Economic Sectors, 2023, Patrick Lawlor, Investec

africains. D'autre part, le FMI, dans sa dernière consultation de l'économie sud-africaine⁹, a mis en évidence l'impact indirect du délestage électrique sur les inégalités de revenu. Les travaux du Fonds mettent en évidence une corrélation entre la stabilité de l'accès à l'électricité et le revenu d'un ménage. Or, les inégalités de revenu constituent une autre contrainte structurelle à la croissance, particulièrement importante en Afrique du Sud. Il en résulte que l'impact des coupures d'électricité est probablement largement sous-estimé, du fait de la difficulté de prendre en compte les coûts directs et indirects en matière de croissance, de productivité, de confiance et d'impact sur les inégalités.

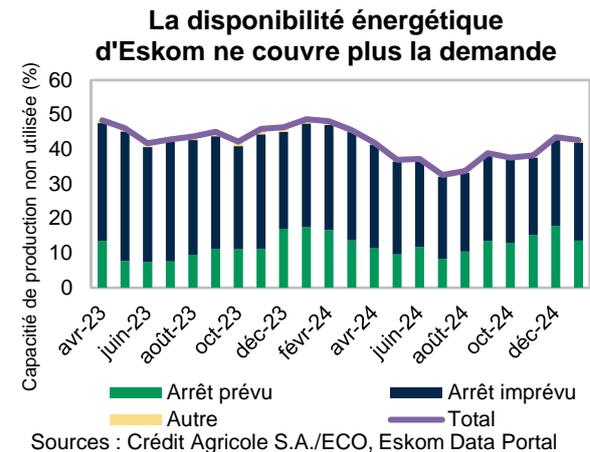
À l'origine de cette crise énergétique persistante, se trouvent trois facteurs interdépendants : la situation de monopole d'Eskom, en difficulté opérationnelle et financière ; le vieillissement de ses infrastructures ; ainsi que la forte dépendance au charbon pour la génération d'électricité.

Eskom, l'opérateur national sous tension

Eskom, l'entreprise nationale d'électricité depuis 1923, peine aujourd'hui à répondre à la demande d'énergie du pays. L'opérateur, en prise à des problèmes de gouvernance sévères, s'était enlisé dans une situation de « capture d'État » sous la présidence de Jacob Zuma entre 2009 et 2018¹⁰, un phénomène de corruption systémique impliquant des actes de vol et de sabotage. L'ancien PDG, Andre de Ruyter, estime que les pertes associées ont été de l'ordre de 55 millions de dollars par mois. Dans le même temps, le manque d'efficacité opérationnelle avait été aggravé par une absence de concurrence, du fait du monopole d'Eskom sur l'ensemble des segments – génération, transmission et distribution. Ainsi, la dette de l'opérateur s'est creusée : entre 2014 et 2019, celle-ci avait presque doublé atteignant 30 milliards de dollars¹¹ (près de 10% du PIB, garanti à 80% par le gouvernement), et les résultats opérationnels ne permettaient plus d'en couvrir les intérêts. Eskom est alors devenu un risque systémique pour le pays et le budget – dont les transferts à l'entreprise ont aggravé le déficit. Le montant des transferts budgétaires à Eskom a été estimé à plus de 9% du PIB par le FMI entre 2009 et 2019¹².

Ces défis ont considérablement contraint la capacité d'investissement, la fréquence des maintenances et l'efficacité opérationnelle de l'entreprise, conduisant à une dégradation du parc de production d'électricité. Les chiffres de ces dernières années sont alarmants : en décembre 2023, la disponibilité énergétique d'Eskom avait chuté à seulement 50,4%, alors même que

l'entreprise continue de fournir 90%¹³ de la population en électricité.



Face à cette situation critique, les autorités ont entrepris des réformes structurelles. Parmi les principales mesures, la scission d'Eskom en trois entités distinctes – production, transmission et distribution – doit améliorer sa gouvernance et son efficacité. Cela doit aussi permettre une ouverture progressive de la génération d'électricité à la concurrence du secteur privé, pour réduire la pression sur l'opérateur historique. En outre, en 2023, le gouvernement a annoncé un nouveau plan de sauvetage financier, sous la forme d'un allègement de dette pour plus de 13 milliards de dollars sur trois ans. Celui-ci sera responsable d'un retard de consolidation de la dette du gouvernement, dont le pic est désormais prévu à 75% du PIB en 2026.

Les mesures visant à améliorer la gouvernance et l'efficacité opérationnelle d'Eskom ont permis d'augmenter la disponibilité énergétique de son parc de production, qui a atteint entre 61 et 71% en 2024. L'année a ainsi été marquée par une très forte réduction des coupures de courant. **Il reste néanmoins beaucoup d'incertitude autour de la viabilité financière d'Eskom**, contrainte par les retards de paiement de nombreuses municipalités et par des échéances de dette encore importantes. Par ailleurs, ces réformes ne s'attaquent pas au problème de dépréciation des infrastructures existantes.

Un parc vieillissant

Le vieillissement du parc de centrales d'Eskom représente un véritable défi pour l'Afrique du Sud. Celles-ci ont, en effet, en moyenne quarante ans. Ainsi, leur capacité de production diminue, mais surtout, elles représenteront une menace majeure sur la fourniture d'électricité lorsqu'elles seront pleinement dépréciées. En 2008, déjà, le gouvernement avait estimé des besoins d'investissement de 171 milliards de dollars¹⁴ pour rénover son parc

⁹ 2024 Article IV consultation, janvier 2025, FMI

¹⁰ Eskom, géant sud-africain de l'électricité aux pieds d'argile, 2023, Le Monde

¹¹ "Le plan de restructuration d'Eskom", 2019, Direction Générale du Trésor, William Péciaux

¹² "Eskom, what went wrong?", 2019 Article IV consultation, janvier 2020, FMI

¹³ Cf. note 4

¹⁴ De l'électricité pour les économies africaines, 2008, Mary Kimani, ONU

de centrales, soit 55% du PIB de l'époque. Le montant avait alors déjà été jugé insuffisant par l'Agence internationale de l'énergie¹⁵ qui estimait que plus du double de cette somme serait nécessaire pour résoudre ce défi.

Ainsi, à court terme, les mesures visant à améliorer la disponibilité énergétique des centrales d'Eskom ont été efficaces pour réduire les coupures de courant. Cependant, il devient évident, qu'à moyen terme, ces mesures ne répondront pas à l'enjeu que représente le vieillissement des infrastructures. Face à ce problème, le gouvernement s'est orienté vers une stratégie de diversification des sources d'énergie en parallèle de rénovations et d'augmentation des capacités de production existantes. Un plan d'investissement pour la transition énergétique (JET IP), d'un montant de 8,5 milliards de dollars entre 2023 et 2027¹⁶ a été lancé. Il doit prendre en charge le démantèlement du parc de centrales à charbon et contribuer au développement des énergies renouvelables. C'est le troisième enjeu principal du casse-tête énergétique du pays.

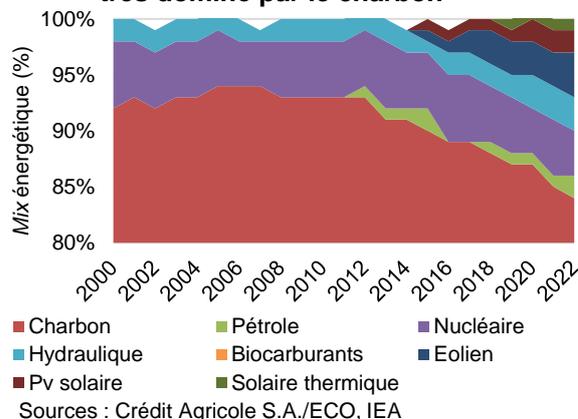
Un mix énergétique trop dépendant du charbon

La dépendance du mix énergétique sud-africain au charbon est quasi totale : celui-ci représente toujours aujourd'hui plus de 80% de la production d'électricité. Pourtant, depuis 2011 et le lancement du premier plan stratégique national sur la politique énergétique (*Integrated Resource Plan – IRP*), le gouvernement avait mis l'accent sur une plus forte diversité de production d'électricité à l'horizon 2030, en privilégiant des sources renouvelables. Le plan prévoyait que leur contribution atteindrait 36% du mix énergétique en 2030, réduisant la dépendance au charbon à 50%. D'autant que l'Afrique du Sud s'était engagée en 2012 à réduire ses émissions de CO₂ de 42% d'ici 2025. Cependant, depuis 2011, peu de progrès semblent avoir été réalisés en ce sens. Or, l'enjeu est de taille pour l'Afrique du Sud, économie la plus carbonée du G20 et la seizième plus importante émettrice de gaz à effets de serre au monde¹⁷.

Ainsi, l'IRP a été révisé en 2019 et 2023 pour renforcer son efficacité, s'appuyant notamment sur le plan d'investissement pour la transition énergétique. L'objectif pour 2030 reste d'atteindre un mix énergétique composé à 15% par l'éolien et 10%¹⁸ par l'énergie solaire (contre 4% et 3% respectivement en 2022). Toutefois, le dernier rapport du FMI est moins optimiste, prévoyant une part du renouvelable d'environ 10 points¹⁹ de pourcentage inférieur à l'objectif gouvernemental. **Ainsi, le mix énergétique actuel révèle clairement la domination du charbon dans la production et une diversification dans le renouvelable lente.** Il

semble alors difficile d'imaginer atteindre l'objectif de mix énergétique défini pour 2030.

Un mix énergétique toujours très dominé par le charbon



À quoi peut-on s'attendre à l'avenir ?

Malgré les efforts déployés, l'Afrique du Sud fait face à un défi énergétique persistant. Le gouvernement reconnaît que l'équilibre entre l'offre et la demande d'électricité restera précaire jusqu'en 2030. **Cette situation implique que les coupures de courant programmées continueront probablement de faire partie du quotidien des Sud-Africains au moins pour les sept prochaines années.** La sécurité énergétique demeure ainsi un objectif difficile à atteindre à court et moyen terme, malgré les réformes mises en place pour augmenter la capacité de production électrique du pays et surtout, à court-terme, sa disponibilité.

Le deuxième horizon, c'est-à-dire la période de 2031 à 2050, est celui de la neutralité carbone, mais aussi celui où le risque sur la sécurité énergétique est le plus important, du fait du vieillissement du parc de production. L'IRP 2023 prévoit, au cours de cette deuxième période, une transition vers les énergies renouvelables pour réduire les émissions du secteur électrique, mais reconnaît que ces sources ne suffiront pas à garantir pleinement la sécurité énergétique dans les décennies à venir. **Le message du gouvernement est clair : d'ici une dizaine d'années, le système nécessitera de nouvelles capacités de production significatives, ce qui implique des besoins d'investissements massifs dès aujourd'hui.** Néanmoins, la nature de cet investissement soulève des interrogations. Les investissements privés restent aujourd'hui bien en dessous des objectifs et des besoins, notamment contraints par les insuffisances des infrastructures de transmission. L'État devra donc arbitrer entre différentes options : laisser les différentes entités d'Eskom investir (malgré une santé financière pré-

¹⁵ Cf. note 8

¹⁶ *South Africa's Just Energy Transition Investment Plan (JET IP) for the initial period 2023–2027*

¹⁷ "Enjeux climatiques en Afrique du Sud", 2020, Direction Générale du Trésor, Victor Léon

¹⁸ ERERO, J. L. (2023). *Impact of loadshedding in South Africa: A CGE analysis*. *Journal of Economics and Political Economy*, 10(2), 78-94.

¹⁹ Cf. note 3

caire), opter pour des partenariats public-privé, ou recourir à l'endettement public (au détriment du risque souverain). Chaque possibilité contient ses risques et incertitudes, complexifiant le choix optimal du modèle d'investissement à suivre. Cette

conclusion amène donc à se questionner sur le potentiel de croissance futur du pays, si elle reste contrainte par les coupures d'électricité et si le défi énergétique d'ampleur n'est pas résolu.

✓ Notre opinion – *En 2024, l'Afrique du Sud a connu une diminution notable des coupures d'électricité. C'est un signal encourageant pour l'économie et son potentiel de croissance, contraints depuis plus de dix ans par la situation de précarité énergétique du pays. Cette amélioration est le résultat des réformes engagées pour résoudre les problématiques opérationnelles et de gouvernance d'Eskom, et accroître la disponibilité électrique à court terme.*

Malgré tout, cela ne doit pas masquer les défis structurels persistants du secteur : la situation financière d'Eskom reste précaire, et des investissements colossaux sont nécessaires, en urgence, pour moderniser les infrastructures vieillissantes. *D'autant que la succession de plans gouvernementaux depuis 2011 n'a pas donné lieu à des progrès tangibles vers la résolution de ces contraintes.*

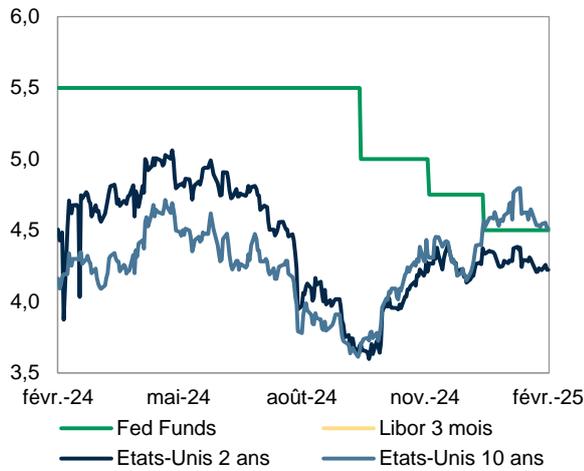
Malgré l'accélération manifeste des réformes, l'Afrique du Sud fait face à un défi énergétique durable, et les coupures d'électricité continueront de perturber le quotidien des ménages et de contraindre son économie.

Par ailleurs, d'ici une dizaine d'années, la maturité des actifs de production d'électricité, pourrait se transformer en une fragilité économique à long terme, susceptible de compromettre la stabilité économique et sociale du pays. *En outre, dans un contexte de transition énergétique indispensable face aux enjeux climatiques actuels, sortir de la dépendance au charbon est un enjeu-clé pour l'Afrique du Sud. Devant l'ampleur des défis, il semble légitime de se questionner sur la trajectoire de croissance et de dette du pays à moyen et long termes, une source majeure d'incertitude et de risque.*

Tendances à suivre

Taux d'intérêt en dollar américain

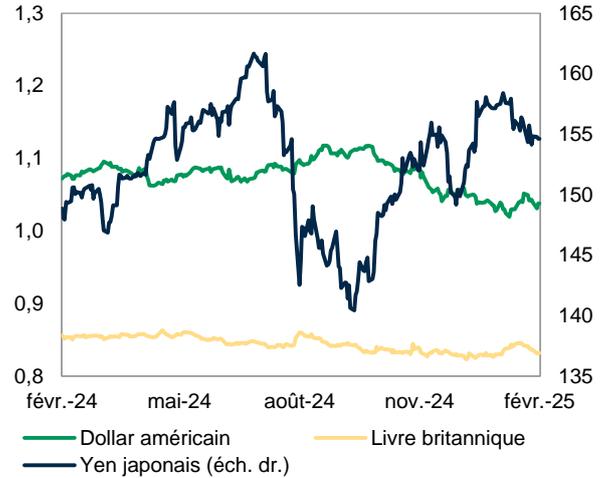
%, interbancaire (Londres) et souverains (États-Unis)



Source : Thomson Reuters

Taux de change des principales devises

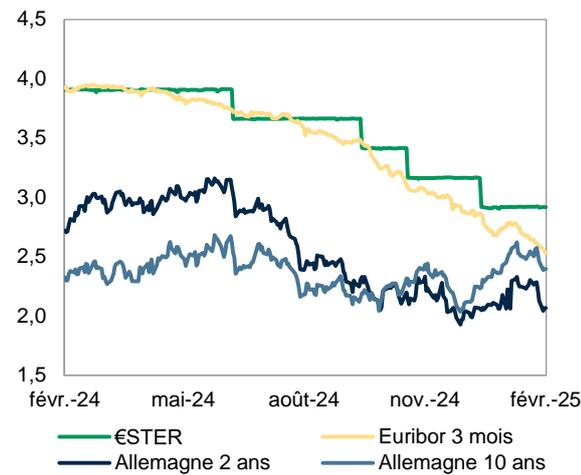
EUR/USD, EUR/GBP et USD/JPY



Source : Thomson Reuters

Taux d'intérêt en euro

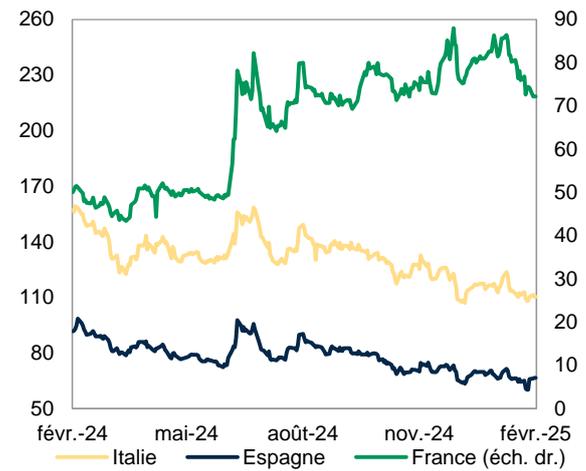
%, interbancaires (Londres) et souverains (Allemagne)



Source : Thomson Reuters

Spreads souverains européens avec le Bund

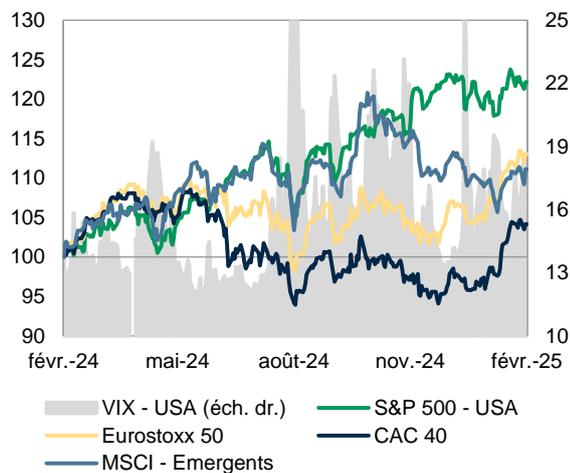
Pdb, dette en EUR à dix ans



Source : Thomson Reuters

Marché actions

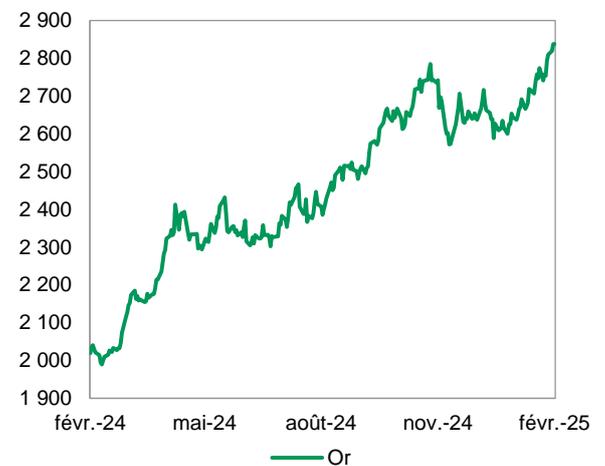
Indice boursiers (100 = début de période) et volatilité VIX



Source : Thomson Reuters

Cours de l'once d'or

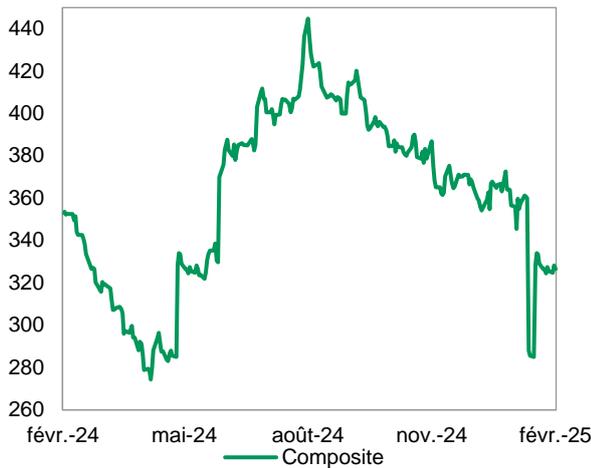
USD/Once troy (Londres)



Source : Thomson Reuters

Spreads souverains émergents avec le T-Bond

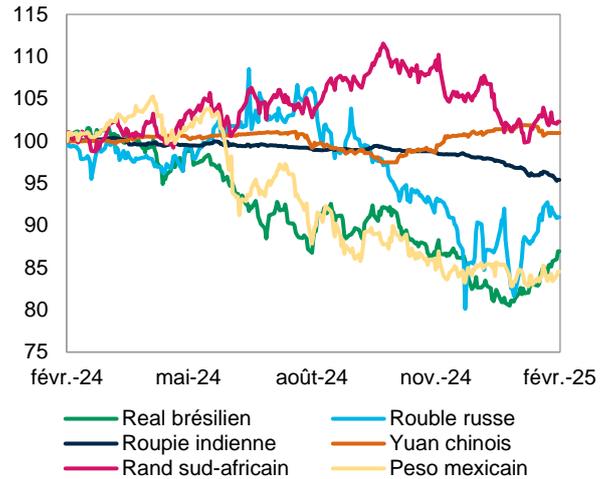
Indices EMBI+ (pdb, dette en USD de plus d'un an)



Source : JP Morgan

Devises émergentes

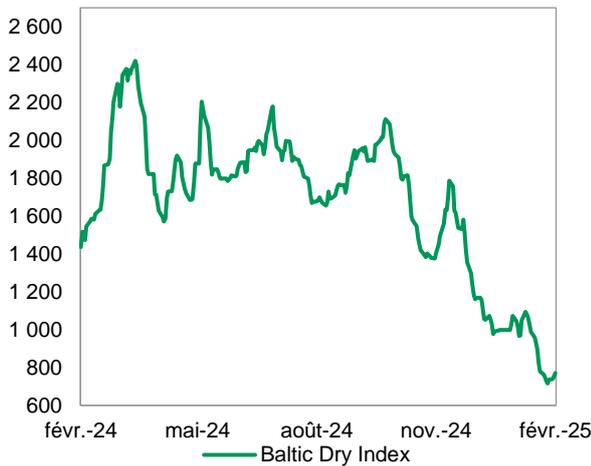
/USD (indice 100 = début de période)



Source : Thomson Reuters

Coût du transport maritime de vrac sec

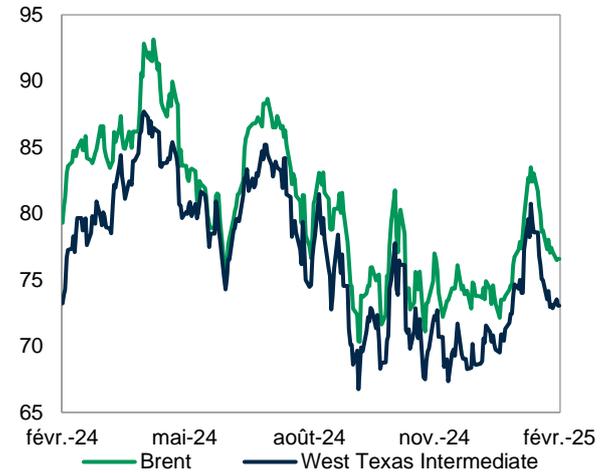
Baltic Dry Index (USD/point)



Source : Baltic Exchange

Cours du baril de pétrole brut en USD

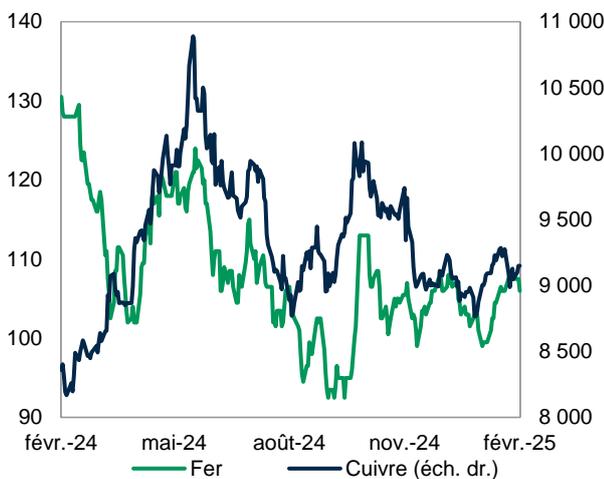
Brent (mer du Nord) et WTI (golfe du Mexique)



Source : Thomson Reuters

Cours des métaux

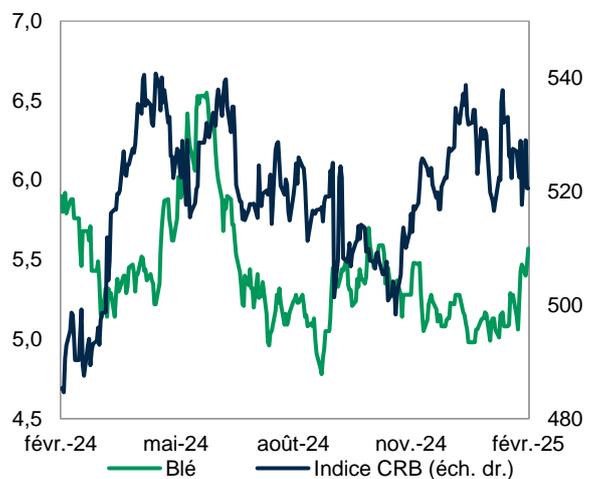
USD/tonne métrique



Sources : Steel Home, London Metal Exchange

Agriculture

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



Sources : USDA, CRB

Consultez nos dernières parutions en accès libre sur Internet :



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

[Un scénario conditionnel, plus que jamais](#)

Date	Titre	Thème
06/02/2025	En Inde, le ralentissement de la croissance complique les arbitrages	Asie
06/02/2025	Royaume-Uni – Scénario 2025-2026 : le budget d'automne 2024 complique les perspectives économiques	Royaume-Uni
05/02/2025	Chine – "Le rôle démesuré de la Chine dans la dynamique économique mondiale"	Monde
04/02/2025	Zone euro : un ralentissement généralisé de la croissance au T4 2024	Zone euro
04/02/2025	Italie : le taux de chômage augmente en décembre	Italie
03/02/2025	Espagne – Secteur manufacturier : résilience et transformation	Zone euro
31/01/2025	Monde – L'actualité de la semaine	Monde
30/01/2025	Allemagne – Scénario 2025-2026 : la locomotive de l'Europe à l'arrêt	Zone euro
30/01/2025	France – Conjoncture – Flash PIB : légère baisse de l'activité au T4, la croissance annuelle stable	France
30/01/2025	Égypte – Un état des lieux de la liquidité extérieure	Moyen-Orient
30/01/2025	Italie – Scénario 2025-2026 : la malédiction de la croissance faible dans un monde incertain	Italie
30/01/2025	Actifs numériques, un champ de bataille pour la souveraineté européenne	Banque, fintech
29/01/2025	Colombie – La Telenovela du budget 2025	Amérique latine
29/01/2025	Zone euro – Scénario 2025-2026 : une reprise poussive à un rythme inférieur au potentiel	Zone euro

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), Simon SEINCE, 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), Jorge APARICIO LOPEZ

Afrique du Nord, Moyen-Orient, Afrique sub-saharienne : Laure DE NERVO, Vincent CHAMBAZ

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.