

# Perspectives

Hebdomadaire – N°22/377 – 9 décembre 2022

## MONDE – L'actualité de la semaine

☞ En attendant les banques centrales .....	2
☞ Zone euro : au T3 2022 l'affaiblissement de l'activité se transmet à l'emploi .....	3
☞ Allemagne : la production industrielle capitalise sur les retards de commandes .....	3
☞ Espagne : PERTE Chip, le grand pari du plan de relance espagnol .....	4
☞ Italie : baisse des ventes au détail.....	6
☞ Chine : vers la fin du zéro-Covid ? .....	7
☞ Moyen-Orient – Afrique du Nord : les politiques économiques illustrées dans les indices d'activité .....	9
☞ Ghana : défaut souverain en monnaie locale selon deux agences de rating. Sans aide, la viabilité de l'économie est compromise.....	10

## 👉 En attendant les banques centrales

Publiés vendredi dernier, les chiffres sur l'emploi aux États-Unis ont confirmé la bonne tenue du marché du travail. La hausse des emplois non agricoles (263 000 en novembre) a excédé les attentes (200 000) pour atteindre un niveau qui, s'il reste très élevé, est cependant en repli au regard des derniers chiffres (284 000 en octobre) et de la moyenne mensuelle de 2022 (400 000). La hausse du salaire horaire moyen a également surpris (0,6% sur un mois, portant le rythme annuel à 5,1% après 4,9% en octobre). Le redressement du taux de participation tarde et contribue aux pressions sur les salaires. Le taux de chômage est stable à 3,7%. La demande de travail reste soutenue ; le marché du travail demeure globalement tendu.

Par ailleurs, selon les indices PMI, le ralentissement mondial s'est encore accéléré en novembre avec un indice composite s'enfonçant un peu plus dans la zone de contraction (à 48 après 49 en octobre). Le secteur manufacturier poursuit son repli (48,8 en novembre après 49,4 ; repli des prix des intrants qui restent cependant élevés, contraction de l'emploi, essoufflement de la demande, hausse des stocks). Principalement lesté par le ralentissement de la demande et la détérioration du pouvoir d'achat, le secteur des services prolonge son recul (48,1 après 49,2).

Enfin, en Chine, alors que l'inflation est loin de constituer une menace, bien au contraire (inflation totale à 1,6% sur 12 mois pour une inflation sous-jacente à 0,6% et un indice des prix à la production en recul sur un an de 1,3%), un assouplissement des restrictions sanitaires a été annoncé : l'allègement tant attendu des mesures zéro-Covid est indéniablement une bonne nouvelle. Il ne faudrait pas en conclure hâtivement qu'il est irréversible (cf. « *Chine : vers la fin du zéro-Covid ?* »).

À l'approche de la fin d'année, la semaine s'est finalement révélée assez calme sur les taux souverains. Les bons chiffres sur l'emploi américain se sont traduits par une remontée forte des taux américains se diffusant aux taux européens avant que tous ne s'effritent. Le thème d'une *Federal Reserve* poursuivant son resserrement à un rythme ralenti, thème nourri par les responsables de la *Fed* eux-mêmes et par le diagnostic selon lequel le pic d'inflation serait passé aux États-Unis (ce qui ne préjuge néanmoins pas de la vitesse à laquelle l'inflation décélérera), a repris le dessus.

Les risques d'une inflation décélérant moins vite que les marchés ne l'espèrent et d'une inflation, en particulier sous-jacente, se montrant plus résistante demeurent. Les sources de résistance des prix sont à court terme encore nombreuses (marché du travail américain toujours tendu, guerre longue en Ukraine, diffusion des hausses de prix ressenties en amont, réouverture de l'économie chinoise, etc.). Le « débat » sur l'inflation et partant sur la *Fed* sera, temporairement et partiellement, clos la semaine prochaine puisqu'elle sera marquée par les réunions des grandes banques centrales (FOMC les 13-14 décembre avec publication des prévisions économiques et BCE le 15 décembre mais aussi les banques centrales anglaise, suisse ou encore norvégienne et, enfin, mexicaine, colombienne, russe, taïwanaise ou philippine...).

Dans l'attente de ces décisions monétaires, les variations de taux d'intérêt enregistrées au cours de la semaine ont donc été faibles voire quasiment nulles. En revanche, les actifs plus risqués ont souffert : la perspective favorable d'un resserrement monétaire se poursuivant sur un mode moins agressif et l'assouplissement des restrictions sanitaires en Chine semblent avoir été éclipsés par celle d'un ralentissement plus marqué, ralentissement déjà patent dont atteste l'évolution des indices PMI. Les craintes de récession sont également visibles sur l'inversion de la courbe américaine.

## Zone euro

### ☞ Zone euro : au T3 2022 l'affaiblissement de l'activité se transmet à l'emploi

La croissance du PIB dans la zone euro au T3 2022 a été révisée à la hausse à 0,3% par rapport au 0,2% de la première estimation. Sans la prise en compte de nouveaux chiffres irlandais (croissance trimestrielle à 2,3% du fait d'un investissement exceptionnel), la croissance de la zone serait toujours à 0,2% avec une contribution positive de la demande intérieure (0,6 point de pourcentage p.p.) et négative de la demande étrangère nette (-0,3 p.p.). La demande domestique est soutenue par la consommation privée qui ne faiblit pas (+0,9% t/t) et par un investissement (hors Irlande) qui continue de croître (0,5%) bien que plus modérément et ce malgré le repli du logement et du BTP.

L'emploi a encore progressé au troisième trimestre (+0,3% t/t) mais la perte de dynamisme est évidente

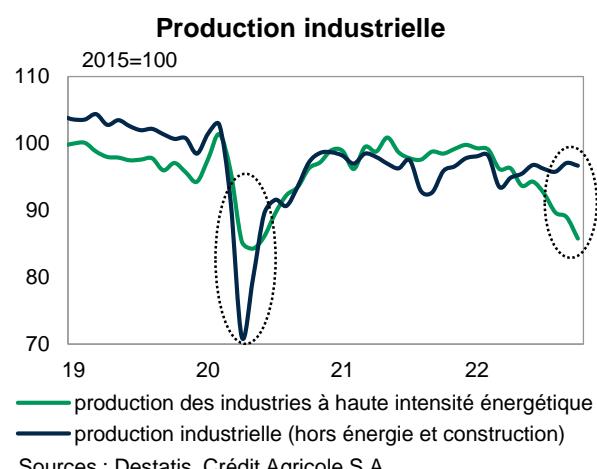
en rythme annuel (1,7% après 2,6% au T2). Les heures travaillées, après avoir dépassé leur niveau d'avant la pandémie, ont montré un premier repli (-0,1% t/t), sous l'effet du ralentissement de l'activité qui devrait progressivement se propager à l'emploi lui-même. La modération de la dynamique du marché du travail est particulièrement évidente dans les services marchands où la croissance de l'emploi s'est affaiblie par rapport au trimestre précédent (de 3,7% à 2% en rythme annuel) et davantage celle des heures travaillées (de 7% à 3,4%). Le salaire par travailleur ne bénéficie plus de la dynamique de l'augmentation du temps de travail et marque aussi un ralentissement (de 4,9% au T2 à 3,6%). L'acquis de croissance du salaire unitaire reste néanmoins élevé à 4% pour l'année 2022.

**☒ Notre opinion** – *La longue vague du rebond post-pandémique retombe et la normalisation de la croissance se heurte au nouveau choc plus permanent lié à la guerre en Ukraine. Le ralentissement de l'économie est exceptionnel : de 5,5% au T1 2022, le rythme annuel de croissance du PIB est descendu à 2,3% au T3. L'ampleur de l'affaiblissement n'est pas due uniquement à la dégradation du cycle en conséquence de la guerre. Le retrait des mesures exceptionnelles de soutien et la normalisation de l'excès de demande après son « refoulement » conduisent désormais l'ampleur du cycle vers des valeurs plus « normales ». Mais cette détérioration est plus importante que celle expérimentée lors de la dernière récession connue par la zone (hors période pandémique), c'est-à-dire entre l'année 2011 et l'année 2012. La lisibilité de la situation conjoncturelle est compliquée par la succession des chocs : chocs passés (temporaires) et choc nouveau (plus persistant) se chevauchent rendant difficile l'attribution des effets aux uns et aux autres. La résilience de la consommation, portée par un surplus d'épargne important, pourrait retarder la contraction que l'on attend au T4 2022. Le repli de l'activité ne pourra pas être évité et un nouveau rythme de croissance durablement plus faible se profile autour d'une croissance potentielle elle aussi affaiblie.*

### ☞ Allemagne : la production industrielle capitalise sur les retards de commandes

La production industrielle hors énergie et construction a reculé de 0,4% sur un mois en octobre après +1,4% en septembre. Cette baisse résulte d'une diminution de la production de biens de consommation (-1,9% sur le mois) et de biens intermédiaires (-1,8%) tandis que celle en biens d'investissement (+1,4%) a continué de progresser. En dehors de l'industrie, la production d'énergie a chuté de 7,6% sur le mois tandis que la construction a massivement augmenté (+4,2%) soutenant l'ensemble de la production. Dans le même temps, les goulets d'étranglement sur les chaînes d'approvisionnement se sont desserrés, du moins partiellement. Une enquête Ifo auprès des entreprises du secteur industriel révèle ainsi de moindres contraintes d'offre sur les produits intermédiaires avec 59% des entreprises déclarant au mois de novembre être concernées par des problèmes d'approvisionnement nuisant à leur production, contre 65% au mois de septembre. Néanmoins, les blocages demeurent encore élevés dans des secteurs clés pour l'économie allemande, comme l'automobile et les machines et équipement

où les entreprises sondées déclarent respectivement à hauteur de 83% et 78% subir des perturbations majeures d'approvisionnement.



Les arriérés de commandes demeurent à des niveaux encore très élevés et permettent pour l'instant de temporiser les flux de production en

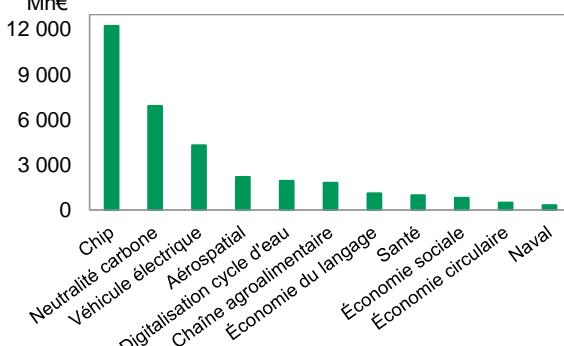
amortissant les chocs baissiers d'activité. En parallèle, la production industrielle dans les secteurs à forte intensité énergétique ressort davantage impactée par la hausse des prix de l'énergie avec une chute d'activité de -13,4% enregistrée par rapport à février 2022, avant l'invasion de l'Ukraine par la Russie tandis que la production industrielle globale n'a baissé que de 1,5% sur cette période. L'industrie chimique accuse notamment un recul de

**Notre opinion** – La production industrielle allemande chute au mois d'octobre, tirée à la baisse par les secteurs de l'automobile, des machines et équipement et de la chimie. Seule la production dans la construction s'est maintenue à un niveau suffisamment élevé pour compenser partiellement la baisse des secteurs clés de l'économie. Si le desserrement des contraintes d'offre se poursuit favorablement, l'industrie allemande devra néanmoins faire face à la hausse des prix énergétiques qui pénalise plus durablement la production des industries à forte intensité énergétique comme la chimie, la métallurgie ou le papier. D'autre part, l'inflation pénaliserait plus lourdement la demande en raison d'un pouvoir d'achat plus restreint et exercerait un coup de frein plus appuyé sur l'activité dans les prochains mois.

### ☞ Espagne : PERTE Chip, le grand pari du plan de relance espagnol

Lors de la première réunion du comité spécial PERTE Chip (le projet stratégique pour la relance et la transformation économique de la microélectronique et des semi-conducteurs) le 24 novembre dernier, le gouvernement a annoncé que les premiers appels à propositions pour le projet seront lancés au premier semestre 2023 et qu'une allocation initiale de 1,25 Md€ est prévue pour l'année prochaine.

Investissements publics en Mn€  
PERTEs approuvé par le gouvernement dans le cadre des fonds européens NGEU



Source : Gouvernement, Crédit Agricole S.A.

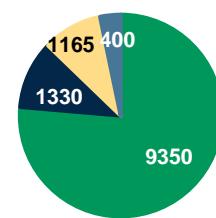
Le gouvernement espagnol avait approuvé en mai dernier le projet PERTE Chip, qui constitue l'un des principaux engagements sur la politique de renforcement structurel de l'offre pour les cinq prochaines années. Le projet devrait mobiliser un investissement public de 12,25 Mds€ jusqu'en 2027, soit environ 2% de la valeur ajoutée annuelle du secteur manufacturier, ce qui fait de ce projet le plus important en termes de volume d'investissement public parmi les onze approuvés au cours des 12 derniers mois. Cela reflète la nature stratégique

plus de 21% depuis février dernier, signalant que le secteur industriel n'est pas immunisé à la hausse du prix de l'énergie. Toutefois, les chiffres de l'association allemande des constructeurs automobiles indiquent une modeste reprise de la production automobile au mois de novembre susceptible de repousser encore un peu plus le choc d'activité sur le dernier trimestre de l'année.

de ce nouveau projet, qui s'aligne également aux derniers développements au niveau européen<sup>1</sup>.

Le PERTE Chip vise à couvrir toute la chaîne de valeur du produit et se développe à travers quatre axes stratégiques : le renforcement de la capacité scientifique (R&D&I, 1,2 Md€), la stratégie de conception (400 M€), la construction d'usines de production en Espagne (9,35 Mds€) et la dynamisation de l'industrie TIC espagnole (renforcement de la demande pour ces micro-puces, 1,33 Md€). Le troisième axe (production) est sans doute le plus innovant (il n'existe actuellement aucune usine de production en Espagne), le plus ambitieux car il vise à fabriquer des micro-puces de pointe, inférieures à 5 nanomètres (nm) et le mieux doté financièrement parmi tous les projets du Plan de relance espagnol.

Axes stratégiques - PERTE Chip (Mn€)



■ Construction des usines de fabrication  
■ Dynamisation de l'industrie TIC  
■ R&D&I  
■ Conception

Source : Gouvernement, Crédit Agricole S.A.

<sup>1</sup> En février dernier, la Commission Européenne a annoncé la loi sur les puces européennes (« Chips Act »), dans le but de doubler sa part de la production mondiale de puces électroniques pour

Au cours des six mois qui ont suivi le lancement du PERTE Chip, des développements concrets ont eu lieu tels que l'annonce récente par CISCO de l'installation à Barcelone de son premier centre européen de conception de puces. Auparavant, INTEL et le Centre national de calcul intensif, « Barcelona Supercomputing Center » ont annoncé

un accord pour ouvrir un laboratoire de conception. Le budget 2023 prévoit un prêt à la Semys, la société publique SEPI<sup>2</sup> qui gère le PERTE chip, de 800 M€ en crédits et 450 M€ en transferts pour des aides aux entreprises, sociétés, entités publiques, fondations et communautés autonomes.

**Notre opinion** – *Les problèmes rencontrés par les chaînes de valeur mondiales depuis l'apparition de la pandémie ont mis en évidence l'importance des semi-conducteurs dans le tissu productif actuel. Ces composants sont non seulement essentiels dans l'économie numérique (intelligence artificielle, informatique quantique et internet des objets), mais aussi dans une multitude de chaînes d'approvisionnement mondiales. Dans le cas de l'économie espagnole, l'industrie automobile se distingue comme l'une des industries les plus touchées par la pénurie actuelle de micro-puces, qui sont de plus en plus nécessaires pour la production de voitures électriques. Cette pénurie de semi-conducteurs au cours des derniers mois a déclenché des signaux d'alarme en Europe et a mis sur la table le débat sur l'énorme dépendance extérieure de ce type de composants clés.*

*Est-il possible de produire des micro-puces en Espagne ? La réponse dépend du type de semi-conducteur à fabriquer et du délai envisagé. Actuellement, les puces les plus avancées sur le plan technologique (puces de moins de 5 nm utilisées dans la dernière génération de processeurs et de téléphones mobiles) sont produites dans des usines à Taïwan (63% du total), en Corée du Sud (18%), en Chine (6%) et aux États-Unis, selon les informations de la « Semiconductor Industry Association ». En outre, la production est concentrée sur quelques fabricants (TSMC, Samsung, UMC, GlobalFoundries et SMIC représentent 90% de l'offre mondiale), en particulier dans la région asiatique, où ils ont une avance de plusieurs décennies et sont soutenus par un écosystème de grandes industries de fabrication électronique grand public qui génèrent une forte demande de ces puces. En outre, la formidable reprise de la demande de micro-puces après les premiers stades de la pandémie et des bonnes prévisions pour les années à venir suscitent de nouveaux investissements de la part de ces fabricants<sup>3</sup>. Dans ce contexte hautement concurrentiel, il sera très difficile de trouver une place dans la production de ces semi-conducteurs de dernière génération.*

*Pourtant, il serait possible de créer une industrie fournissant des micro-puces à l'industrie automobile (qui revêt une importance considérable pour la région et pour l'économie espagnole en particulier<sup>4</sup>) car les semi-conducteurs dont elle a besoin sont un peu moins avancés que ceux dont un processeur de PC ou un smartphone pourrait avoir besoin (d'une taille d'environ 180 nm par rapport aux 5 nm pour les plus avancés). Dans tous les cas, se tailler une place dans cette partie de la chaîne d'approvisionnement doit être considéré comme un objectif à moyen ou long terme, étant donné la complexité de la modification des maillons de la chaîne d'approvisionnement pour des produits qui sont tellement intégrés dans les chaînes mondiales. Dans ce sens, nous percevons déjà un recul de la part du gouvernement. Parmi les 9,35 Mds€ alloués à la construction des usines de fabrication, 7,25 Mds€ étaient prévus pour la construction d'usines censées fabriquer des puces de moins de 5nm. Le 8 novembre dernier, Jaime Martorell, responsable principal du comité spécial PERTE Chip, déclarait que la demande réelle se situe actuellement entre 28nm et 32nm, une technologie qui date de... 2009. Étant donné que le financement du projet provient des fonds NGEU, cela appartiendra à la Commission européenne d'autoriser l'utilisation des fonds pour la construction d'usines qui ne produiront pas de la technologie de pointe (au moins dans un premier temps) mais qui certainement produiront des puces facilement intégrables au besoin immédiat des industries européennes.*

*En revanche, l'Europe pourrait jouer un rôle dans les phases de R&D&I, de développement et de fabrication spécialisée, où son poids en termes mondiaux est modeste, mais où il existe déjà des centres de recherche pertinents tels que le Centre inter-universitaire de microélectronique, leader en Belgique. En ce sens, une autre initiative européenne parallèle sur le renforcement des technologies de calcul (EuroHPC JU), lancée en juillet dernier, semble être sur la bonne voie : elle vise à renforcer les infrastructures, les produits et les services numériques, en rassemblant les efforts des entreprises, des universités, des utilisateurs, de la classe politique, ainsi que des organisations de recherche et des centres technologiques<sup>5</sup>. En Espagne, le secteur des semi-conducteurs compte actuellement à peine 120 PME qui se concentrent sur les phases d'innovation, de conception et de simulation, précisément les étapes présentant la plus grande valeur ajoutée et où l'on a besoin du personnel le plus qualifié. En outre, le pays occupe une certaine position*

<sup>2</sup> Société publique de participations industrielles.

<sup>3</sup> Par exemple, en avril 2021, le taïwanais TSMC annonçait un investissement de 100 MdsUSD sur trois ans et le début de la production de micro-puces sub-2nm (composante clé des voitures sans conducteur).

<sup>4</sup> En Espagne, la fabrication de véhicules à moteur et d'autres équipements de transport représente 12,7% de la VAB

industrielle et 10,5% de l'emploi manufacturier. Si l'on inclut toutes les activités liées au secteur, sa contribution s'élève à 11% du PIB espagnol.

<sup>5</sup> La « European High Performance Computing Joint Undertaking » (EuroHPC JU) est une initiative complémentaire au « Chips Act » et dispose d'un budget d'environ 7 Mds€ pour la période 2021-2027.

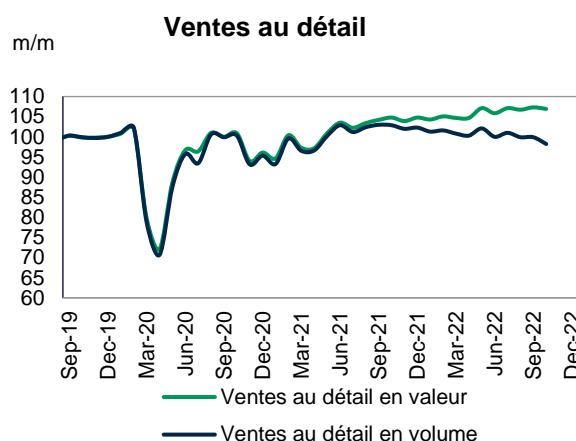
internationale dans plusieurs projets informatiques : (i) le développement d'architectures alternatives (le « Barcelona Supercomputing Center » est une référence internationale) ; (ii) la photonique intégrée (universités polytechniques de Valence, Vigo et Madrid) et (iii) le développement de puces quantiques (Institut des sciences photoniques et le CSIC), ainsi que le projet Quantum Spain, auquel participent 25 centres situés dans 14 communautés autonomes.

En résumé, ce type d'initiative du côté de l'offre doit être mis en avant afin de renforcer le rôle du pays dans un secteur qui continuera à jouer un rôle clé dans l'économie, tout en étant conscient de la difficulté de s'implanter dans une industrie où les barrières à l'entrée sont importantes, en particulier dans la phase de production. Quoi qu'il en soit, il s'agit d'un premier pas dans la bonne direction, surtout si l'objectif du PERTE Chip est orienté vers la fabrication des micro-puces nécessaires à l'industrie automobile, si importante en Espagne et en Europe, où les besoins technologiques sont moindres. Il est également essentiel de prendre des mesures pour stimuler les parties de la chaîne qui ont davantage de valeur ajoutée et où la région joue déjà un rôle pertinent, comme la recherche et la conception de micro-puces.

### Italie : baisse des ventes au détail.

Après une légère reprise en septembre, les ventes au détail ont de nouveau enregistré un repli en octobre, reculant de -0,4% en valeur et -1,2% en volume d'un mois sur l'autre. En glissement annuel, les effets de la hausse des prix sont davantage visibles sur les volumes qui baissent de 6,3% tandis que les ventes au détail en valeur progressent de 1,3%. L'acquis laissé au quatrième trimestre reste fortement négatif.

Davantage impactés par l'inflation, les volumes de ventes de produits alimentaires ont diminué (-2,3%), tandis qu'elles ont progressé de 1% en valeur. Par rapport au même mois de l'année dernière, les volumes de ventes des produits alimentaires ont diminué de 7,9% et progressé de 4,9% en valeur. Les biens non alimentaires ont enregistré un recul plus mesuré mais qui touche aussi bien les ventes en valeur et en volume (-0,3% et -1,5%).



Source : Istat, Crédit Agricole S.A.

 **Notre opinion** – Les données de ventes au détail confirment les anticipations de recul de la consommation au quatrième trimestre. La consommation a bien résisté au T3. Mais la hausse de l'inflation dont le rythme se situe à 11,8% pour le deuxième mois consécutif en novembre devrait comprimer le pouvoir d'achat des ménages et peser sur la croissance des dépenses de consommation en fin d'année. Le repli de la consommation pourrait cependant être en partie compensé par la hausse des dépenses durant la période des fêtes, masquant encore l'impact réel de l'inflation sur les comportements d'achats des ménages, un impact qui pourrait davantage se matérialiser au cours du premier semestre 2023.

## Pays émergents

### Asie

#### ➡ Chine : vers la fin du zéro-Covid ?

Est-ce la peur de nouvelles manifestations, notamment étudiantes, ou bien la parution de décevants chiffres de commerce qui auront fini de convaincre – mais pour combien de temps – la Chine qu'il était peut-être enfin temps d'en finir avec la stratégie zéro-Covid ? Une conjonction des deux, sûrement, même si la réaction immédiate des autorités face aux premières tensions tend à indiquer que c'est surtout la perspective de l'agitation sociale qui a précipité les décisions.

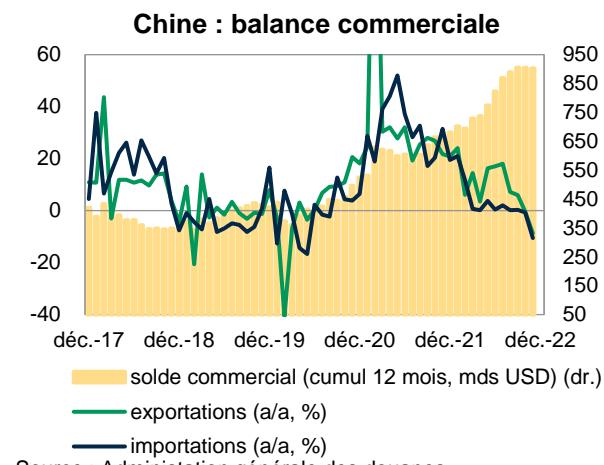
D'abandon total de la stratégie zéro-Covid il n'est cependant pas encore question, mais enfin les mesures les plus restrictives (confinement en centres de quarantaine, tests de moins de 48h exigés pour entrer dans les magasins ou prendre les transports, blocage des déplacements entre provinces) ont été levées.

À voir maintenant comment la Chine gèrera la vague de contaminations qui devrait, selon les prévisions des épidémiologistes, traverser le pays, et surtout la pression sur son système hospitalier, alors même que le taux de vaccination, notamment des personnes âgées demeure toujours en-dessous du seuil nécessaire à la protection de la population.

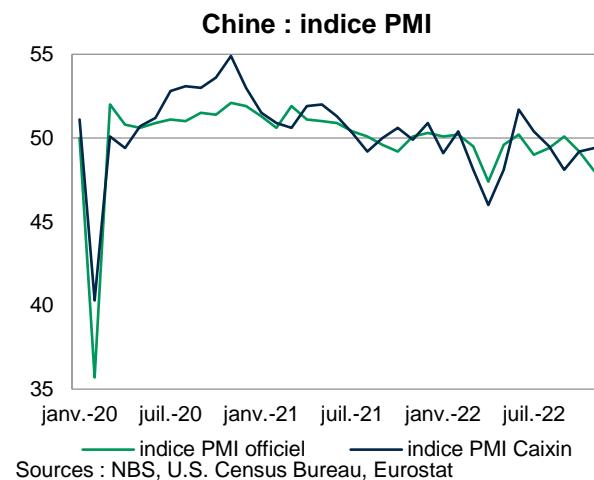
#### Au-delà de la contestation sociale, donner de l'air à l'économie

Les données d'activité du mois de novembre ne seront publiées que dans une semaine, mais les chiffres du commerce extérieur et les indices PMI évoquent un climat économique en dégradation, toujours affecté par les restrictions sanitaires et le ralentissement de la demande mondiale. Les exportations ont ainsi reculé de 8,7% en glissement annuel, plus encore pour les produits liés à la pandémie (matériel médical) et les appareils électroniques (PC, tablettes, portables), dont les sites de production ont été particulièrement affectés par les confinements.

Côté géographie, c'est surtout les retournements de cycle dans les pays avancés qui pèsent, en particulier côté américain (-25,4% en g.a.) et européen (-10,6% en g.a.), alors que les plans de relance de 2021 et 2022 avaient largement alimenté l'appareil productif chinois. Le solde commercial, qui continue de se maintenir à des niveaux historiques (902 milliards de dollars en cumulé sur douze mois), se contracte très légèrement depuis septembre. Une trajectoire en ligne avec les indices PMI, entrés en zone de contraction depuis août, qui pointent un ralentissement à venir de la production industrielle.



Du côté de la demande, le panorama est encore plus sombre. Les importations ont reculé de 10,6%, et traduisent toujours la faiblesse de la demande interne. À l'exception des produits énergétiques, portés par un effet-prix, toutes les autres catégories déclinent nettement, des minerais aux biens de consommation importés du Japon ou de Corée du Sud. De quoi annoncer une nouvelle contraction des ventes au détail, qui avaient déjà reculé en octobre (-0,5% en g.a.), et qui pourraient diminuer de plus de 4% en novembre.



Tout allègement des mesures sanitaires va donc apporter un peu d'air à une économie sous cloche, avant – peut-être – de renouer avec une croissance plus forte en 2023.

#### Ce qu'il va falloir régler

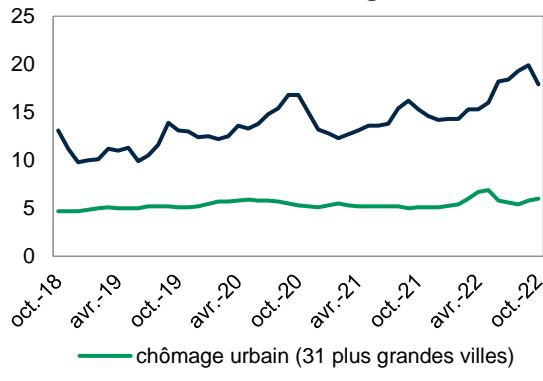
La liste est longue, mais deux priorités se dégagent. La première, c'est la création d'emplois, notamment pour les jeunes, diplômés ou non. Alors que le taux de chômage des 16-24 ans atteignait toujours 18% en octobre, c'est aussi de la peur de cette jeunesse,

de plus en plus éduquée et qui commençait à se mobiliser sur les campus universitaires, qu'est venu l'allègement des restrictions. De manière générale, l'état du marché du travail, difficilement appréciable grâce aux statistiques disponibles qui ne prennent pas en compte les travailleurs migrants jouant le rôle de variable d'ajustement, sera au cœur des questions de croissance en 2023. De sa santé dépendront en effet les comportements de consommation des ménages, et leurs arbitrages en matière d'épargne de précaution.

La deuxième, c'est la gestion de la crise immobilière, et le positionnement de l'État. Les autorités chinoises, Xi Jinping le premier, ont tenu des propos très durs vis-à-vis des promoteurs et des spéculateurs du secteur. Un sauvetage de grande ampleur, avec un État se positionnant comme prêteur en dernier ressort, est donc improbable. Il n'empêche que les enjeux dépassent ceux des promoteurs : alors que le secteur immobilier capte plus de 75% des actifs financiers des ménages, impossible que cette crise vienne les appauvrir, d'autant plus que la hausse du

PIB/habitant fait partie des objectifs chiffrés des autorités. Là encore, le discours s'est légèrement assoupli ces dernières semaines : si aucun plan de soutien massif n'est prévu, les autorités ont autorisé les banques à injecter de nouvelles lignes de crédits.

### Chine : chômage



Sources : NBS, Crédit Agricole S.A/ECO

**Notre opinion** – *L'allègement tant attendu des mesures zéro-Covid est indéniablement une bonne nouvelle. Même si ce dernier semble avoir plutôt été dicté par des considérations politiques plutôt qu'économiques, le retour à une certaine normalisation de l'activité devrait aider les anticipations à s'ancre dans une trajectoire plus positive. Encore faut-il que les autorités ne fassent pas volte-face : peu et mal vaccinée, insuffisamment exposée au virus, la population chinoise va sûrement traverser des prochaines semaines difficiles, et voir son système hospitalier mis sous pression. Des pénuries de médicaments sont déjà signalées dans certaines villes. Quel est le seuil de malades, de morts acceptable pour l'État chinois ? Nul ne le sait, mais le risque, si la situation sanitaire dégénère, est de voir se créer une fracture sociale forte et durable autour des questions de confinement ou de vaccination, qui compliquerait encore plus les choix des autorités.*

## Moyen-Orient et Afrique du Nord

### Moyen-Orient – Afrique du Nord : les politiques économiques illustrées dans les indices d'activité

Les indices d'activité et de confiance des entreprises privées non pétrolières publiés récemment sur les rares pays de la région où ces enquêtes mensuelles sont disponibles, c'est-à-dire cinq pays du Moyen-Orient (Arabie saoudite, Égypte, Emirats, Liban et Qatar), illustrent une forme de confiance assez solide dans les pays du Golfe.

L'activité en Arabie saoudite et dans les Émirats est dans la zone d'expansion (au-dessus de l'indice de 50) depuis deux années, et ce malgré les effets de la pandémie. Le redressement progressif de l'ensemble des activités de services (tourisme, transport, commerce de détail) et la hausse des commandes se poursuivent régulièrement au cours de l'année 2022. La plus grande ouverture de l'économie de ces deux pays (la création d'une zone économique spéciale et les évolutions sociétales pour Riyad, et les évolutions institutionnelles et commerciales aux Émirats) apporte également un surplus d'activité, notamment sur la consommation des ménages et une forte hausse de l'investissement privé dans les deux pays.

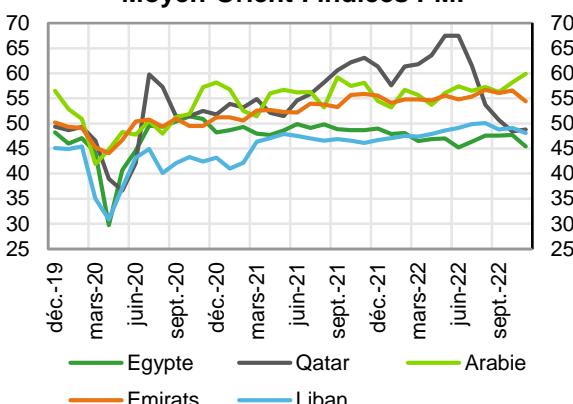
Le Qatar est un cas un peu à part puisqu'il subit un effet de base à la baisse issu de la très forte activité de certains secteurs début 2022 (le BTP notamment) pour la préparation du mondial de football et la chute des emplois après la fin des travaux. La tenue de cet événement majoritairement sur le mois de décembre, et qui devrait attirer un million de visiteurs, pourrait donc inverser la tendance négative depuis l'été.

Pour les pays du Golfe, l'environnement de l'année 2023 va être moins favorable en raison du ralentissement global de la croissance mondiale, de la force du dollar américain sur les marchés internationaux qui pourrait un peu affecter la compétitivité des exportations non pétrolières, et des taux d'intérêts un peu plus élevés qui pourraient affecter la consommation locale. Si l'impact à la baisse sur les taux de croissance du PIB devrait toutefois rester assez modéré compte tenu d'une conjoncture pétrolière qui reste favorable pour les pays producteurs, l'effet de base jouera toutefois fortement pour l'Arabie saoudite dont la croissance du PIB devrait être proche de 9% en 2022 et qui va décélérer à 3,5% en 2023 selon nos prévisions.

Pour les deux pays non pétroliers du panel, la confiance des entreprises n'est pas au rendez-vous compte tenu des crises que subissent ces deux pays ainsi que l'illustre l'indice inférieur à 50 points. Cette situation perdure depuis deux ans en Égypte et depuis plus de trois années au Liban (au moment du déclenchement de la crise et des révoltes populaires). Les entreprises égyptiennes sont pénalisées par la hausse globale des prix et par celle de l'inflation importée consécutive à la dévaluation de la livre, ce qui pèse sur la consommation et la demande globale. En Égypte, l'offre est également pénalisée puisque certains secteurs connaissent des difficultés d'approvisionnement issues de certaines restrictions à l'importation pour protéger les réserves en devises. Ceci pourrait provoquer une décélération de la croissance du PIB à 2,2% a/a au second semestre de l'année calendaire 2022.

En ce qui concerne le Liban, il est difficile d'interpréter la hausse de l'indice PMI, probablement tiré par le redressement du tourisme cette année. Le pays subit en 2022 sa cinquième année consécutive de récession et reste toujours dans une impasse politique, institutionnelle, financière et économique totale. Petite lueur d'espérance pour ce pays sclérosé : une sortie de récession est envisagée en 2023 mais sans doute uniquement en raison d'un effet de base après la contraction du PIB des deux-tiers de 53 Mds USD à 18 Mds USD entre 2017 et 2022.

**Moyen-Orient : indices PMI**



Source : IHS Markit, ENBD, Crédit Agricole SA

## Afrique sub-saharienne

### **Ghana : défaut souverain en monnaie locale selon deux agences de rating. Sans aide, la viabilité de l'économie est compromise**

Le Ghana fait face, depuis 2021, à d'importants défis budgétaires et monétaires : monnaie faible, inflation élevée et endettement maximum. Sous l'effet de la crise de Covid-19, les dépenses de l'État ont fortement augmenté creusant davantage le déficit public, et augmentant par conséquent le stock de la dette publique. En effet, le déficit public est passé de -6,6% du PIB en moyenne entre 2010 et 2018 à -11,6% en 2021. Ainsi, la dette publique est passée de 47% du PIB en moyenne sur la même période à 81,8% en 2021, suscitant, à juste titre, de nombreuses inquiétudes quant à sa soutenabilité.

Effectivement, le ministre des Finances a déclaré ce 5 décembre, la mise en place d'un programme de restructuration de la dette domestique consistant en l'échange de celle-ci. Ainsi, les obligations locales seront échangées contre de nouvelles obligations venant à échéance en 2027, 2029, 2032 et 2037 et leur coupon annuel sera fixé à 0% en 2023, 5% en 2024 et 10% à partir de 2025.

Par conséquent, les agences de rating S&P et Fitch viennent d'annoncer le défaut souverain partiel du Ghana sur sa dette en monnaie locale (cedi) une fois que la proposition d'échange de la dette à des échéances plus lointaines sera effective. Par ailleurs, S&P dégrade de CCC+ à CC la dette en devise compte tenu de l'annonce par le gouvernement d'une future restructuration de dette sur des modalités sans doute identiques à celles de la dette en cédi. L'agence de rating Moody's n'a pas communiqué sa position mais devrait suivre l'analyse de ses homologues.

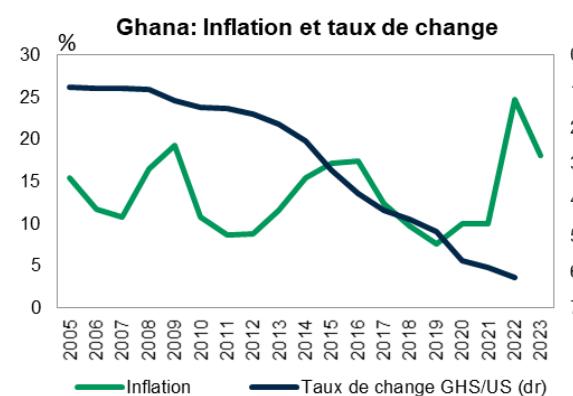
Le pays a perdu, depuis lors, l'accès aux marchés internationaux, et nombreux sont les investisseurs qui se sont retirés du pays. Outre l'accumulation des déficits publics, cette hausse de la dette est aussi due à la hausse des taux d'intérêt domestiques.

Après plusieurs mois d'atermoiements, le Ghana s'est finalement résolu, en juillet 2022, à faire appel au FMI pour obtenir un programme d'aide. Le Fonds va sans doute tenir compte de la proposition de restructuration des dettes locales et sans doute externes en vue de débloquer cette aide, après une première visite en octobre dernier. Lors de cette visite, les discussions entre l'institution de Bretton Woods et les autorités ghanéennes ont porté sur les politiques nécessaires à la stabilité économique du pays, à savoir l'assainissement des finances

publiques, la réduction de l'inflation et la stabilité du secteur financier. Les discussions se poursuivent avec une seconde visite en décembre, portant sur le nouveau Programme pour la croissance économique post-Covid (PC-PEG) présenté par le gouvernement mi-octobre.

Ce nouveau programme de redressement économique, sensé faciliter la décision du FMI, se décline en sept points clés : une meilleure mobilisation des recettes intérieures, la rationalisation des dépenses, le renforcement des capacités productives locales, la promotion et la diversification des exportations, la protection des pauvres et des personnes vulnérables, le développement des infrastructures numériques et physiques adaptées au climat et la mise en œuvre de réformes structurelles.

Outre la lourde dette, le renchérissement des importations du fait des conséquences de la guerre en Ukraine est largement ressenti par la population, confrontée à une inflation galopante qui atteint 40% en octobre (a/a). Par ailleurs, la monnaie ghanéenne, le cédi, est devenue l'une des devises les moins performantes au monde en se dépréçant depuis le début de l'année de plus de 45% face au dollar américain. Par conséquent, la position extérieure du pays s'est détériorée avec des réserves de changes équivalentes à 2,9 mois d'importations. Néanmoins, l'activité économique se montre résiliente pour le moment, avec une croissance de 4,8% au deuxième trimestre de 2022 (a/a), soutenue par la consommation privée. Elle devrait tout de même ralentir à un niveau en deçà de son niveau moyen pré-pandémique de 7%.



Source: EIU, Crédit Agricole S.A.

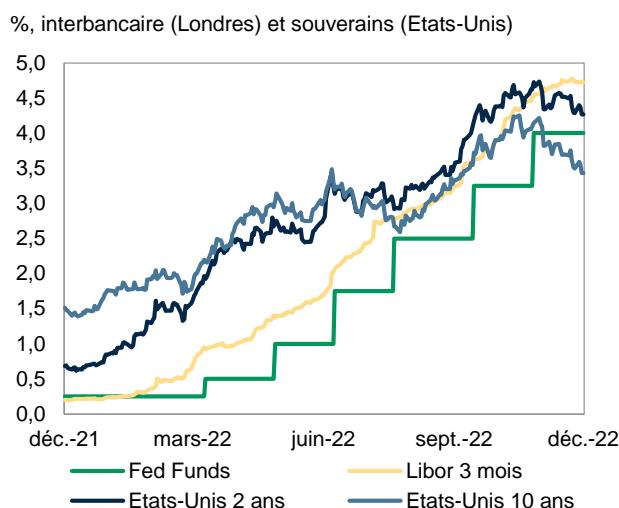
 **Notre opinion – Un plan de soutien du FMI permettrait de réduire à court terme les pressions sur les réserves de changes et sur le cédi ghanéen. Un accord avec l'institution pourrait se conclure au début de l'année 2023, d'autant plus que le Ghana fait preuve de beaucoup de volonté pour assurer la stabilité économique et enrayer l'hémorragie budgétaire. Ainsi, d'une part, la Banque centrale du Ghana poursuit son resserrement monétaire avec une hausse de 250 pdb à 27% de son taux directeur pour endiguer**

*l'inflation. D'autre part, le budget 2023 présenté par le gouvernement prévoit un déficit budgétaire de -7,7%, contre -9,9% dans le budget révisé de 2022. Les revenus fiscaux devraient ainsi augmenter de 13% du PIB actuellement à 18% du PIB en 2023 (+47% par rapport au budget révisé 2022), soutenus par la hausse de 2,5 points de la TVA, à 15%, la mise en œuvre de la plate-forme sur les impôts fonciers, et une baisse du taux E-Levy de 1,5% à 1%.*

*Quant au programme de restructuration de dette, celui-ci peut avoir de lourdes conséquence en particulier sur le secteur bancaire qui détient plus de 50% de la dette domestique (et dont 20% est détenue par la Banque centrale du Ghana), si des mesures compensatoires ne sont pas appliquées correctement.*

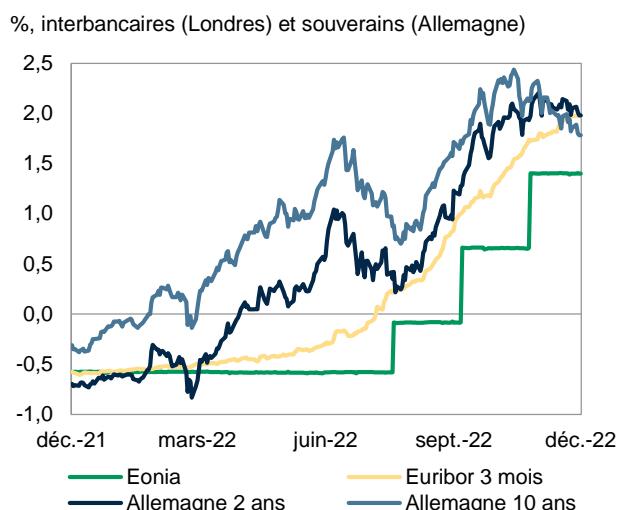
## Tendances à suivre

### Taux d'intérêt en dollar américain



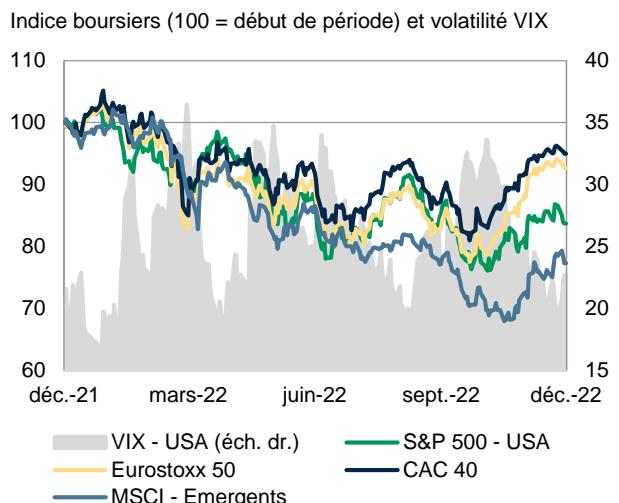
Source : Thomson Reuters

### Taux d'intérêt en euro



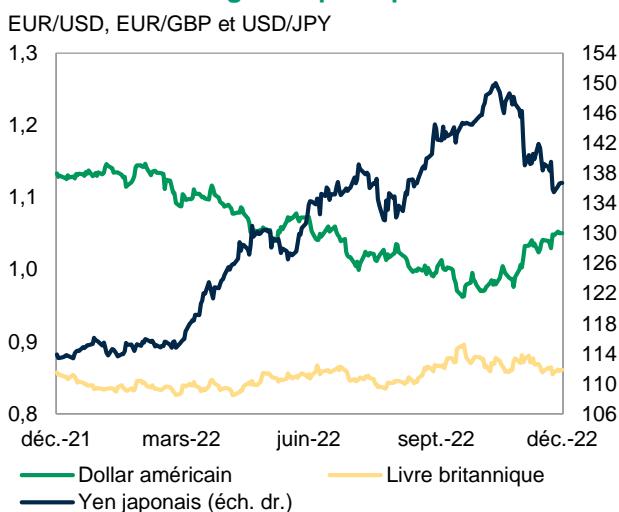
Source : Thomson Reuters

### Marché actions



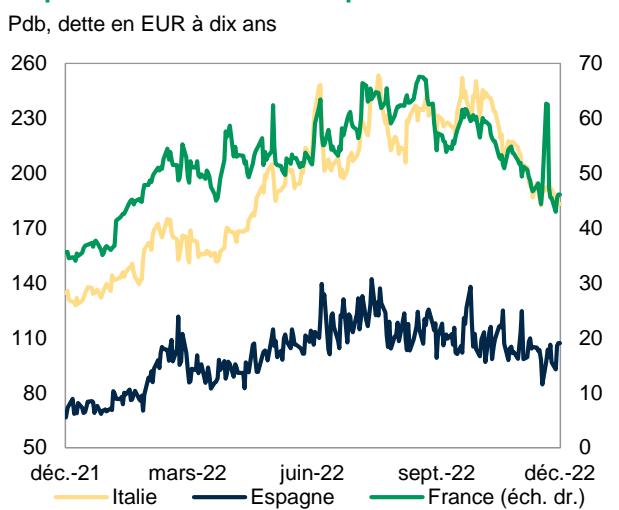
Source : Thomson Reuters

### Taux de change des principales devises



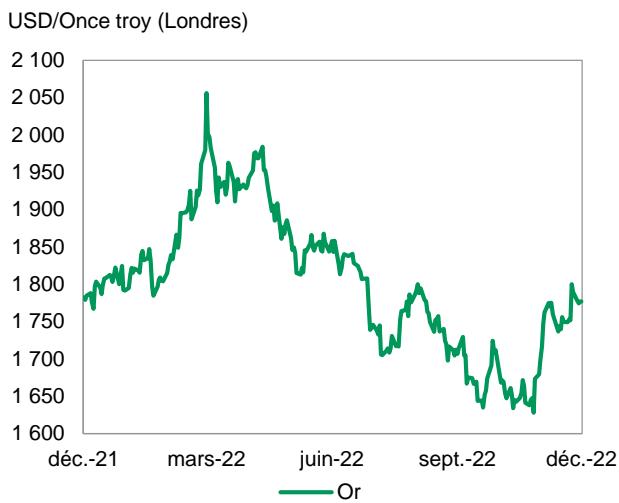
Source : Thomson Reuters

### Spreads souverains européens avec le Bund



Source : Thomson Reuters

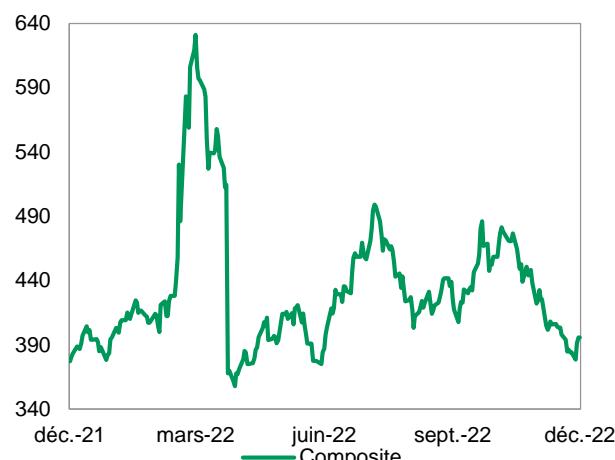
### Cours de l'once d'or



Source : Thomson Reuters

### Spreads souverains émergents avec le T-Bond

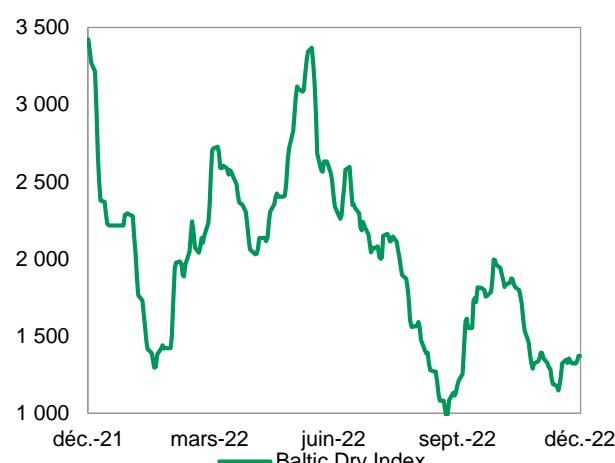
Indices EMBI+ (pdb, dette en USD de plus d'un an)



Source : JP Morgan

### Coût du transport maritime de vrac sec

Baltic Dry Index (USD/point)



Source : Baltic Exchange

### Cours des métaux

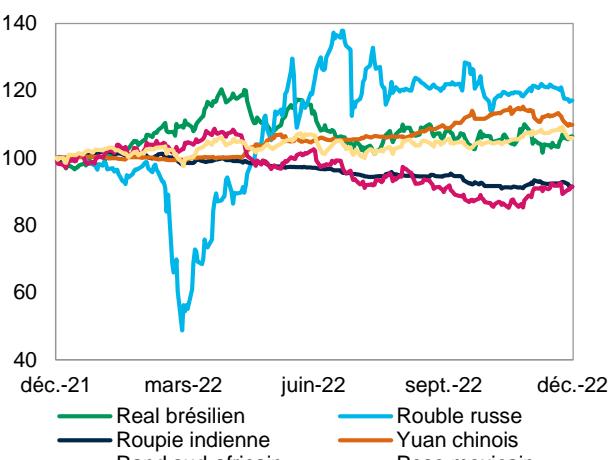
USD/tonne métrique



Sources : Steel Home, London Metal Exchange

### Devises émergentes

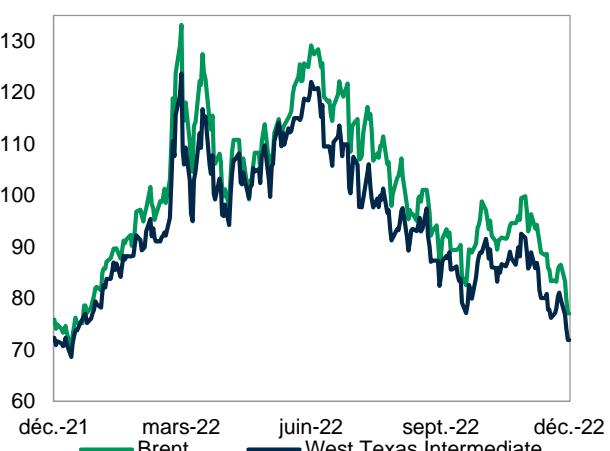
/USD (indice 100 = début de période)



Source : Thomson Reuters

### Cours du baril de pétrole brut en USD

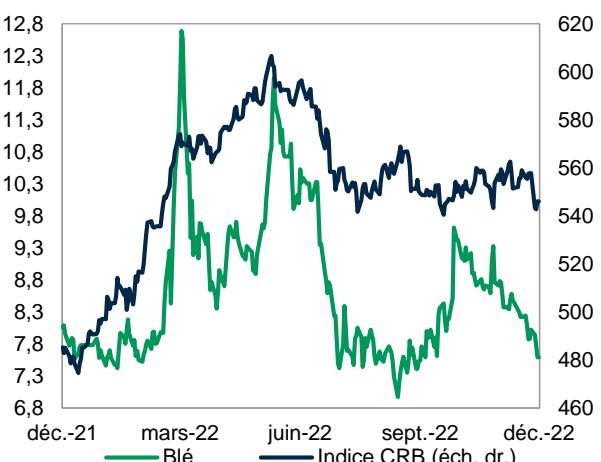
Brent (mer du Nord) et WTI (golfe du Mexique)



Source : Thomson Reuters

### 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 2022-2023 – Octobre 2022

L'horizon ? Sombre mais surtout incertain

Date	Titre	Thème
08/12/2022	<a href="#">France – Investissement et santé financière des entreprises</a>	France
07/12/2022	<a href="#">Espagne : situation des entreprises au T3 2022</a>	Espagne
07/12/2022	<a href="#">France – Immobilier résidentiel : les nuages s'accumulent, tassement en 2022 et 2023</a>	France
06/12/2022	<a href="#">France – Des ménages plus fournis que cigales</a>	France
05/12/2022	<a href="#">Union européenne – L'Inflation Reduction Act – seuls les amis peuvent vraiment décevoir</a>	Union européenne
02/12/2022	<a href="#">Monde – L'actualité de la semaine</a>	Monde
01/12/2022	<a href="#">Allemagne – Un peu de répit avant une très probable entrée en récession</a>	Allemagne
01/12/2022	<a href="#">COP27 : un premier pas vers la justice climatique</a>	Afrique et Moyen-Orient
30/11/2022	<a href="#">Géo-économie – Le nouveau rôle des puissances secondaires</a>	Monde
30/11/2022	<a href="#">Espagne – Vers un ralentissement du marché immobilier ?</a>	Espagne
29/11/2022	<a href="#">Italie – Meloni funambule</a>	Italie
28/11/2022	<a href="#">Qatar : quel est ce pays qui accueille la coupe du monde de football ?</a>	Afrique et Moyen-Orient
25/11/2022	<a href="#">Monde – L'actualité de la semaine</a>	Monde
23/11/2022	<a href="#">La décarbonation des usages, point de passage obligé pour celle de l'économie - N°3</a>	Sectoriel
23/11/2022	<a href="#">Brésil – Première épreuve : un nouveau budget pour 2023</a>	Amérique latine
22/11/2022	<a href="#">Royaume-Uni – L'austérité bis</a>	Royaume-Uni
22/11/2022	<a href="#">Zone euro – Inflation : inventaire des risques pour les ménages</a>	UE

### 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 :** Pierre BENADJAOUD, Ticiano BRUNELLO, Olivier ELUERE,  
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 :** Tania SOLLOGOUB (coordination pays émergents), Ada ZAN

**Asie :** Sophie WIEVIORKA

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

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

**Afrique sub-saharienne :** Ayathassen BENSAID

**Documentation :** Dominique PETIT, Elisabeth SERREAU

**Statistiques :** Alexis MAYER, JORGE MARIANO MAMANI SORIA

**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.