

# Perspectives

Hebdomadaire – N°23/043 – 10 février 2023

## MONDE – L'actualité de la semaine

☞ <i>Douloureux lendemain de fête.....</i>	2
☞ <i>Zone euro : une fin d'année pas si festive pour les ventes au détail .....</i>	3
☞ <i>Allemagne : une production industrielle lestée par les prix de l'énergie .....</i>	4
☞ <i>Le Royaume-Uni évite de justesse la récession avec une croissance nulle au quatrième trimestre .....</i>	5
☞ <i>Libye : très peu d'espoir de réunification, un pays indéfiniment failli ? .....</i>	6

## Dououreux lendemain de fête

Après avoir connu une période d'enthousiasme essentiellement alimenté par un scénario de moindre agressivité de la *Fed* (ralentissement de la croissance et de l'inflation américaines) et de dissipation des craintes d'atterrissage mondial brutal (réouverture de l'économie chinoise et meilleure résistance de la croissance européenne), les marchés semblent digérer leurs excès.

La semaine a été marquée, d'une part, par une remontée des taux souverains « sans risques » (États-Unis et Allemagne) conduisant à une accentuation de l'inversion de la courbe des taux d'intérêt (deux-dix ans) et, d'autre part, par un écartement des primes de risque quelle que soit leur nature (souverains zone euro, crédit, dette souveraine émergente) et un repli des marchés actions.

Alors que la semaine a été très légère en statistiques, les marchés semblent encore digérer les principales informations de la semaine passée. Les hausses de taux directeurs des grandes banques centrales (à 25 points de base, pb, pour la *Fed*, 50 pb pour la BCE et la BoE) étaient conformes aux attentes et leur digestion a été assez facile. En revanche, le rapport sur l'emploi américain dont le dynamisme a franchement surpris reste difficile à absorber.

Le dynamisme du marché du travail ne s'est en effet pas démenti en janvier, bien au contraire : 517 000 créations nettes d'emploi, excédant le niveau mensuel moyen de 2022 (401 000), le chiffre de décembre (260 000) et le consensus (187 000) ; taux de chômage à son plus faible niveau depuis 1969 (3,4%) ; salaire moyen affichant une progression sur un an toujours soutenue (4,4%) bien qu'en léger repli (4,6% en décembre) ; taux de participation frémissant (+0,1 point de pourcentage), mais toujours médiocre (62,4%) notamment par rapport à son niveau pré-crise (63,4% en février 2020).

Les espoirs de resserrement moins agressif de la part de la *Fed*, d'approche imminente d'un « pivot », point de bascule entraînant les taux sur une pente descendante, ont donc été cruellement déçus par ce rapport sur l'emploi « atomique ». Pourtant, la *Fed* avait été claire, signalant que le ralentissement du rythme de ses hausses de taux n'était

certainement pas le prélude à la fin imminente de son resserrement. Elle a certes procédé à des relèvements de taux moins marqués lors de ses deux dernières réunions (50 pb en décembre et 25 pb en janvier après quatre hausses successives de 75 pb chacune), mais mentionné la possibilité d'autres hausses et le maintien nécessaire d'une politique restrictive « pendant une période prolongée » (jusqu'à ce que l'inflation se rapproche de la cible de 2%).

Les anticipations de fin très rapide du resserrement (après sa réunion du 22 mars) semblent donc très optimistes : plusieurs facteurs justifient un scénario plus « raisonnable ». Tout d'abord, en dépit de son assagissement, l'inflation reste trop élevée et la *Fed* est encore très éloignée de sa cible de 2%, voire d'une éventuelle « zone de confort » autour de la cible. Par ailleurs, le repli de l'inflation mesurée par l'indice PCE (*Personal Consumption Expenditures Price Index*) privilégié par la *Fed* sera probablement plus lent que celui de l'inflation mesurée par l'indice des prix à la consommation ; en décembre, la progression sur douze mois de l'indice PCE est encore de 5% ; hors énergie et alimentation, elle est de 4,4%. Enfin, si la *Fed* doit se tromper (on ne le saura malheureusement qu'*ex-post*...), elle préférera pécher par excès de resserrement que par excès d'accommodation ou, plutôt, de relâchement précoc.

Les marchés sont également certainement anxieux car l'inflation américaine de janvier sera publiée la semaine prochaine : après avoir été échaudés par le rapport sur l'emploi, ils peuvent légitimement s'attendre à être également dépités par une inflation encore trop élevée contrariant leur scénario d'assouplissement monétaire rapide. Une baisse du rythme annuel de hausse des prix est anticipée. Notre scénario table sur une inflation totale à 6,3% (après 6,5%) et une inflation *core* à 5,5% (après 5,7%) : une décélération donc mais insuffisamment puissante pour justifier un scénario monétaire plus souple que celui que nous retenons actuellement (deux autres hausses de 25 pb chacune en mars et en mai). En ligne avec le *Dot Plot* de décembre (taux directeur médian culminant à 5,125%), notre scénario suppose que la *Fed* n'arrêtera pas son resserrement avant que les taux directeurs ne se situent à l'intérieur de la fourchette de 5/5,25%.

## Zone euro

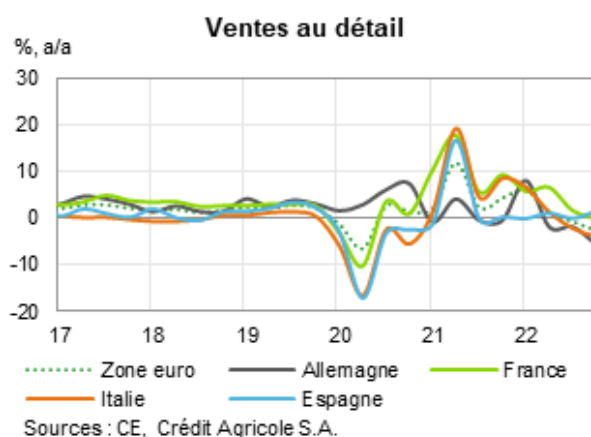
### Zone euro : une fin d'année pas si festive pour les ventes au détail

À fin décembre 2022, le volume des ventes du commerce de détail corrigé des variations saisonnières en zone euro diminue de 2,7% sur un mois, après +1,2% en novembre. Ce ralentissement concerne les produits alimentaires dont les ventes affichent un repli, pour le troisième mois consécutif, de 2,9% et les ventes de produits non alimentaires hors carburants qui reculent de 2,6%. Sur le mois, les ventes de carburants enregistrent, quant à elles, une progression de 2,3%. Les résultats du T4 renforcent la dynamique baissière observée depuis le début de l'année, avec une variation trimestrielle négative de 1,1%, après -0,6% au T3 et -0,5% aux T2 et T1. L'acquis de croissance laissé au premier trimestre de l'année en cours reste largement négatif (-1,5%).

La ventilation par pays indique que la quasi-totalité des pays membres de la zone est concernée par le repli des ventes au détail en décembre. La contraction est particulièrement prononcée en Allemagne où le volume des ventes a chuté de 5,3% sur un mois et de 2,7% sur un trimestre. Cette baisse au T4 a notamment été tirée par le déclin des ventes de l'ensemble des grandes catégories de produits (alimentaires, non alimentaires et carburants). L'Italie et la France affichent également une croissance négative des ventes au détail en volume sur le trimestre, de respectivement 1,5% et 0,7%, plombée par un recul de l'ordre de 1% en décembre. En Espagne, les ventes enregistrent, quant à elles, une progression de 2,7% en volume au T4, l'accélération des ventes en novembre (+3,1%)

ayant permis de compenser le ralentissement survenu au cours du mois de décembre (-1,4%).

Sur un an, le volume des ventes du commerce de détail corrigé des variations saisonnières en zone euro diminue de 2,8% en décembre. La contraction est particulièrement prononcée pour les produits alimentaires dont les ventes ont chuté de 7% en volume par rapport à leur niveau de décembre 2021. Les ventes de produits non alimentaires sont également en baisse (-2,8%), alors que celles des carburants affichent une nette progression (+5,9%) sur la période. En glissement annuel, le recul des ventes au détail a été particulièrement soutenu en Allemagne (-6,4%) et en Italie (-4,4%) et plus modéré en France (-0,7%). De son côté, l'Espagne enregistre une hausse notable de ses ventes sur un an (+4,3%).



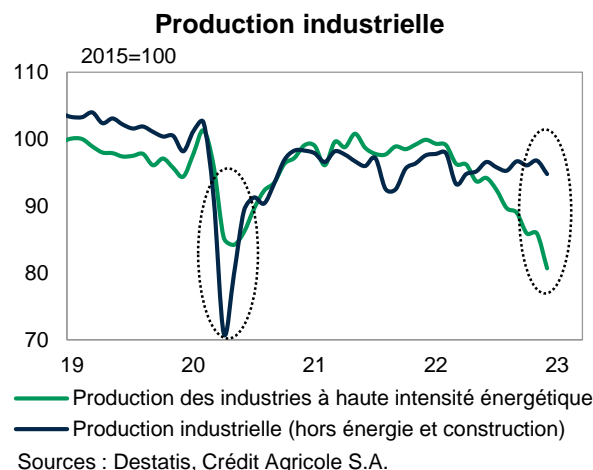
**✓ Notre opinion** – La contraction du volume des ventes du commerce de détail intervient dans un contexte de ralentissement de l'inflation à 9,2% à fin décembre 2022 (après 10,1%). L'indice des prix reste toutefois à des niveaux particulièrement élevés et les évolutions des composantes sont contrastées. Alors que l'inflation énergétique a décéléré à 25,7% (après 34,9% en novembre), il demeure en hausse pour les biens (+6,4%) et l'alimentaire (+13,8%). Ainsi, les ménages, semblent adapter leurs comportements de consommation face à un environnement de prix soutenus et de compression du pouvoir d'achat, les amenant à adopter une consommation plus sélective. Les chiffres relatifs au volume des ventes au détail en décembre sont finalement consistants avec les premières estimations de la croissance de la zone euro au T4 2022 qui mettent en évidence une contraction de la consommation des ménages sur le trimestre.

## Allemagne : une production industrielle lestée par les prix de l'énergie

La production industrielle hors construction a reculé de 2,1% sur un mois en décembre, après +0,7% en novembre. La production de biens de consommation a progressé de 0,3% sur le mois, mais celle en biens d'équipement a stagné, tandis que celle en biens intermédiaires a chuté de 5,9%, entraînant l'ensemble de l'indice à la baisse. En dehors de l'industrie, la production d'énergie a baissé de 2,3% et celle dans la construction enregistre un repli plus marqué encore de 8% en décembre, en raison du nombre plus important de jours de gelées sur la période. Sur l'ensemble de l'année, la production industrielle allemande accuse ainsi un recul de 2,8%, accentuant ainsi l'écart de production par rapport au niveau d'avant la crise sanitaire, qui s'établit dorénavant à -7,5% (par rapport à février 2020).

Dans les industries à forte consommation énergétique, la production industrielle enregistre un recul marqué de 6,1% sur un mois en décembre et de 19,2% sur un an, en raison du coût plus élevé de l'énergie depuis la guerre en Ukraine. La chute de production est particulièrement prononcée dans la chimie (-29% sur un an) et l'industrie du papier (-18,4%) et dans un second temps dans la

métallurgie (-10,9%) et l'industrie du verre et de la céramique (-9,1%). Cependant, les commandes industrielles du mois de décembre laissent entrevoir une légère amélioration de l'activité dans les mois qui viennent. Ces dernières augmentent en effet de 3,2% sur le mois, portées par la demande domestique et de la zone euro, principalement en bien intermédiaires.



**✓ Notre opinion** – La production industrielle a reculé au mois de décembre, bridée par les coûts de l'énergie qui impactent plus fortement les secteurs énergivores comme la chimie, le papier ou la métallurgie. Si l'industrie pouvait espérer se redresser après la fin des mesures restrictives liées au Covid, la guerre en Ukraine et ses impacts sur le renchérissement du coût de l'énergie sont venus de nouveau assombrir toutes perspectives d'une reprise robuste. Par ailleurs, le relèvement des taux de la Banque centrale pour contenir l'inflation vient freiner davantage l'activité dans son ensemble en réduisant la demande des agents économiques.

## Royaume-Uni

### Le Royaume-Uni évite de justesse la récession avec une croissance nulle au quatrième trimestre

Le PIB a enregistré une croissance nulle au quatrième trimestre, selon l'estimation préliminaire de l'ONS, après une baisse de 0,2% le trimestre précédent (chiffre révisé à la hausse depuis -0,3%). Le PIB a baissé de 0,5% en variation mensuelle sur le mois de décembre, après des hausses en octobre (+0,5%) et en novembre (+0,1%).

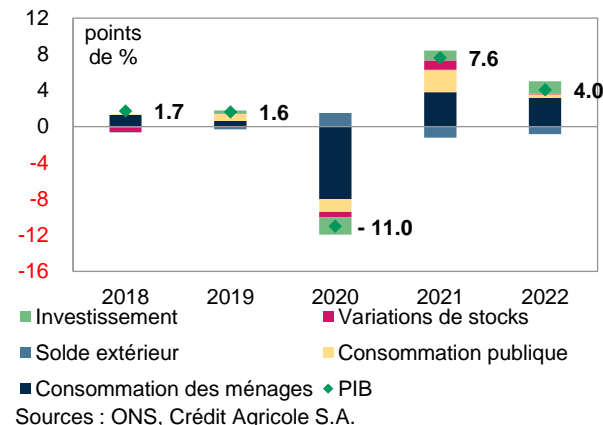
L'économie évite ainsi de justesse la récession technique (définie par au minimum deux trimestres consécutifs de contraction). Le PIB croît de 4% en moyenne annuelle en 2022, après 7,6% en 2021, mais affiche une hausse très modeste entre le T4-2021 et le T4-2022 de +0,4%. Le PIB reste 0,8% sous son niveau de pré-Covid, ce qui demeure la pire performance au sein du G7 depuis la pandémie, surtout comparativement aux États-Unis (où le niveau du PIB est 5,1% au-dessus du pré-Covid), mais aussi à la France (+1,2%) ou encore l'Italie (+1,8%).

En termes de dépenses, la croissance trimestrielle a été tirée par la demande domestique qui a performé mieux que prévu, contribuant pour 0,8 point de pourcentage à la croissance. La consommation des ménages a été plus résiliente qu'anticipé, parvenant à afficher un modeste rebond (+0,1% sur le trimestre, après -0,4% au T3), malgré la crise du pouvoir d'achat. L'investissement productif enregistre également un rebond inattendu sur le trimestre (+4,8% après -3,2% au T3). Ces surprises contiennent sans doute dans une certaine mesure un effet de rattrapage après un mois de septembre marqué par des fermetures liées au deuil de la reine. Parmi les autres composantes qui contribuent positivement, et ce de manière significative, on retrouve les variations de stocks. Un mouvement de restockage après deux trimestres d'épuisement de stocks a apporté 1,1 point de pourcentage à la croissance sur le trimestre. La consommation publique a également surpris favorablement avec une hausse de 0,8%, après +0,5% au T3. Le secteur public a également investi plus (+1,8%). En revanche, l'investissement a reculé dans

l'immobilier (-3,2%). Finalement, ce qui a pesé sur la croissance c'est le commerce extérieur (-0,8 point de pourcentage), en raison d'une baisse des exportations (-1%) et d'un rebond des importations (+1,5%).

En termes d'*output*, le secteur des services affiche une croissance nulle sur le trimestre (après -0,2% au T2). Les secteurs de l'éducation et du transport ont pesé sur la performance, tandis que les activités de services administratifs telles que les agents de voyage (+14,8% sur le trimestre) ont contribué positivement. Par ailleurs, le secteur de la distribution, de la restauration et de l'hôtellerie augmente également sur le trimestre (+2,1%), même si le rythme de hausse ralentit pour le quatrième trimestre consécutif. L'industrie a continué de se contracter (-0,2%), pour le sixième trimestre consécutif, tandis que la construction continue d'afficher des rythmes de croissance positifs (+0,3%), quoiqu'en ralentissement par rapport à la première moitié de l'année. Le secteur manufacturier poursuit sa chute (-0,1% sur le trimestre), également pour le sixième trimestre consécutif, avec des baisses enregistrées sur le trimestre dans dix secteurs sur treize.

**R-U : contributions à la croissance annuelle du PIB**



**✓ Notre opinion** – Le PIB a surpris positivement par rapport à notre prévision de janvier (-0,3%) en raison principalement d'une consommation des ménages légèrement plus résiliente qu'anticipé et d'un investissement meilleur que prévu. Ce dernier a procuré la plus grande surprise des chiffres publiés par l'ONS. Des révisions à la hausse sur les deux premiers trimestres de l'année et ce relativement fort rebond du T4 (+4,8%) permettent à présent à l'investissement productif de rattraper son niveau du pré-Covid, alors que selon les chiffres précédents, au T3, il était encore 8,1% en-dessous de son niveau de pré-Covid.

Notre prévision pour 2023 (-0,8%) semble par conséquent devoir être révisée à la hausse (vers -0,5%). En revanche, à court terme, la tendance reste baissière : nous continuons de prévoir une contraction de l'économie britannique au T1 et au T2, car le resserrement monétaire n'a pas encore produit pleinement ses effets sur l'économie. La politique budgétaire sera aussi plus restrictive, le chancelier de l'Échiquier ayant annoncé en novembre dernier, des hausses des impôts et des baisses des dépenses. En outre, même si le pire de la crise énergétique semble derrière nous, les ménages et les entreprises vont devoir faire face à une nouvelle hausse de la facture de l'énergie en avril prochain en ligne avec le plafond des tarifs mis en place par le gouvernement.



## Pays émergents

### Moyen-Orient et Afrique du Nord

#### Libye : très peu d'espoir de réunification, un pays indéfiniment failli ?

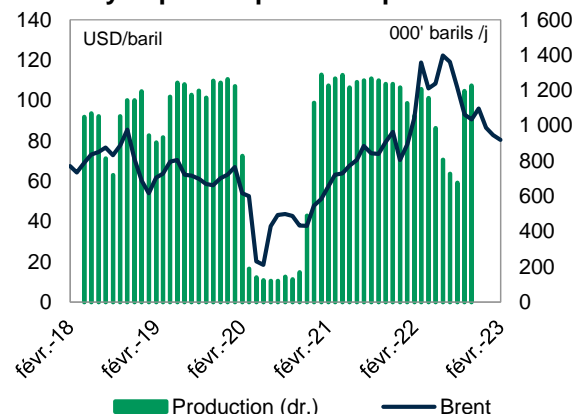
Après quarante-deux ans de dictature Kadhafi (1969-2011) et douze années de guerre civile sur fond de prédation de la rente pétrolière, la reprise temporaire des hostilités en 2020 et 2022 entre le gouvernement de Tripoli et les autorités de Cyrénaïque (maréchal Haftar et B. Saleh) met sans doute fin définitivement au processus de paix de 2020.

Effectivement, les tensions et la méfiance est très forte entre tous les protagonistes : le gouvernement de transition à Tripoli, le Parlement de Tobrouk, les forces armées de Benghazi sous la direction du maréchal Haftar et les milices armées actives et mafieuses qui gangrènent le pays. Les élections présidentielles et législatives qui devaient avoir lieu en 2022 ont été repoussées sans date. Les diverses candidatures n'ayant jamais pu être validées. L'absence de scrutin est aussi dû au maintien des troupes étrangères et des soutiens militaires extérieurs aux divers camps. Ainsi, le gouvernement teinté d'islamisme à Tripoli est-il soutenu par la Turquie et le Qatar, tandis que les factions légitimistes de Cyrénaïque (maréchal Haftar) le sont par les Émirats, l'Égypte, la Russie et l'Arabie. Les occidentaux sont plus partagés et pas engagés militairement. Par ailleurs, la faiblesse politique et militaire de l'ONU **ne permet pas de faire des avancées majeures dans la recherche d'une issue politique**, malgré les tentatives de rapprochement en 2020.

Concernant l'économie, le **pays est totalement rentier** et toute l'analyse est focalisée sur les prix du pétrole et les volumes produits et exportés.

L'activité et la production de pétrole fluctue selon la vigueur des conflits ou leur apaisement. Les hostilités de 2020 et 2022 ont fait chuter la production de pétrole. Mais la neutralisation des factions islamistes terroristes et les cessez-le-feu successifs ont permis leur remontée à 1,2 million de barils par jours mi-2022. Les récessions de 2020 (-25%) et 2022 (5%) sont suivies par des « redressements » de 46% en 2021 et peut-être 15% en 2023, aidés par la hausse du prix du brut à 101 dollars par baril en 2022.

Libye : prix du pétrole et production



Sources : ICIS Pricing, EIA, Crédit Agricole SA

**Les équilibres macro-économiques se redressent.** La hausse des productions et des prix permet la restauration des équilibres et des excédents budgétaires et courants de plusieurs points de PIB. Les revenus du pétrole devraient être d'environ 35 milliards de dollars en 2022.

**En termes de politique monétaire**, la Banque centrale constatant en 2020 une forte chute des réserves en devises, sans en évoquer le montant, a fortement dévalué la parité du dinar libyen début 2021 (- 69% de 1,4 à 4,45 dinars par dollar).

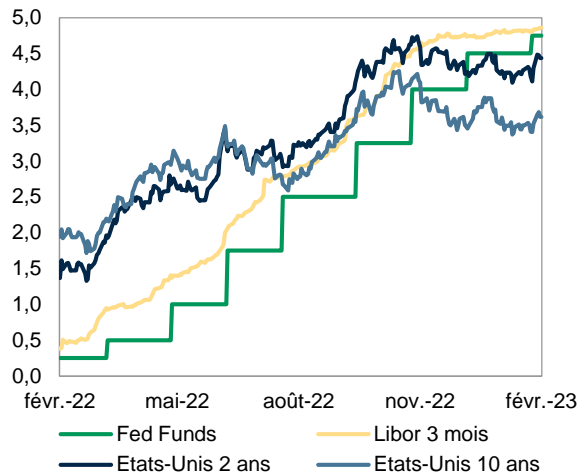
Sans dette externe et avec une dette publique estimée modeste, la solvabilité du pays se serait peu détériorée. Le véritable indicateur de risque reste le niveau des réserves en devises, désormais mieux protégées par une parité de change revue à la baisse. Elles sont estimées à 74 milliards par EIU (2022). La grande inconnue sur la dette publique reste le coût d'une **réunification**, si celle-ci intervient. L'état des finances de la partie est du pays (Benghazi) est inconnu, mais le coût d'une réunification devrait être élevé, compte tenu des passifs cachés en termes de dette « publique » notamment des territoires qui ne sont plus sous l'autorité de Tripoli.

**Notre opinion** – Depuis sa création, la Libye n'a pas jamais eu l'expérience de la démocratie. Les espoirs de réunification s'éloignent donc de plus en plus, car le pays n'est plus coupé en deux (Tripolitaine et Cyrénaïque) comme il y a encore deux ans, mais en de multiples zones d'influence (Tripolitaine, Cyrénaïque, Fezzan, zones pétrolières), en fonction des personnalités actives localement. Le risque est donc celui d'un État indéfiniment failli au sens institutionnel et d'une intensification des tendances prédatrices envers la rente pétrolière.

## Tendances à suivre

### Taux d'intérêt en dollar américain

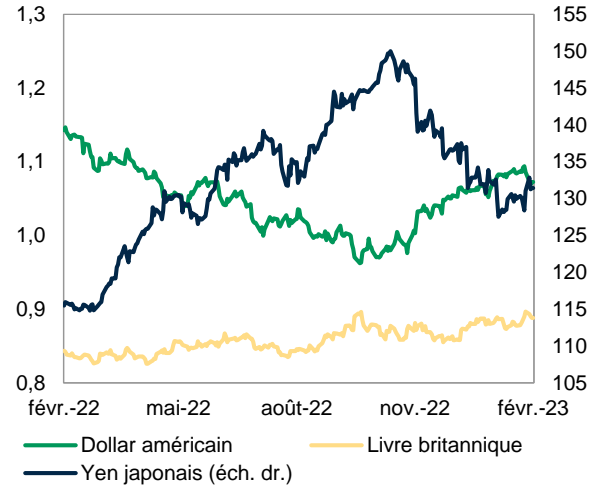
%, interbancaire (Londres) et souverains (États-Unis)



Source : Thomson Reuters

### Taux de change des principales devises

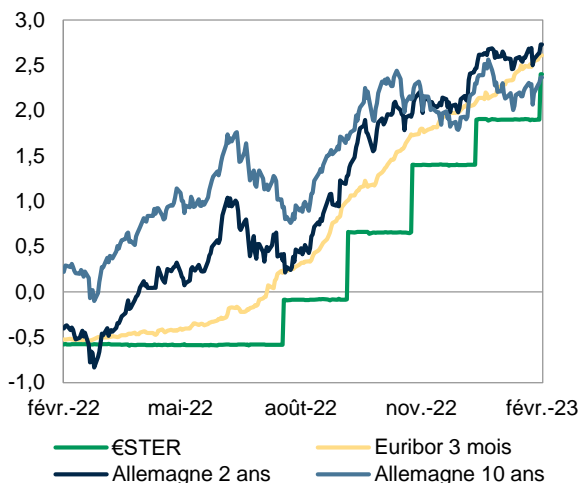
EUR/USD, EUR/GBP et USD/JPY



Source : Thomson Reuters

### Taux d'intérêt en euro

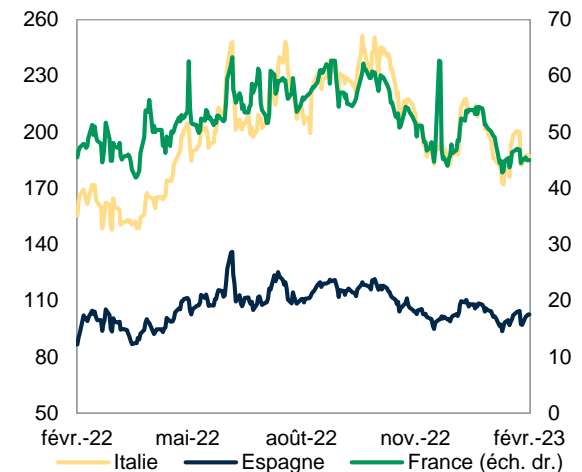
%, interbancaires (Londres) et souverains (Allemagne)



Source : Thomson Reuters

### Spreads souverains européens avec le Bund

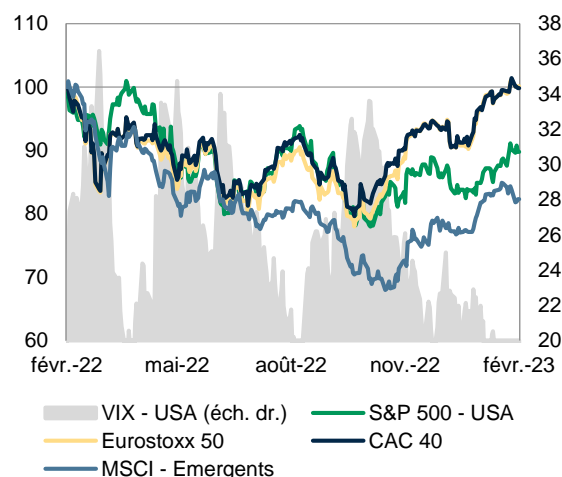
Pdb, dette en EUR à dix ans



Source : Thomson Reuters

### Marché actions

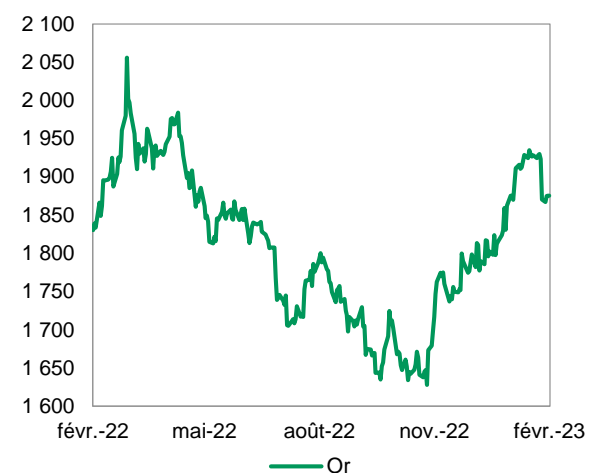
Indice boursiers (100 = début de période) et volatilité VIX



Source : Thomson Reuters

### Cours de l'once d'or

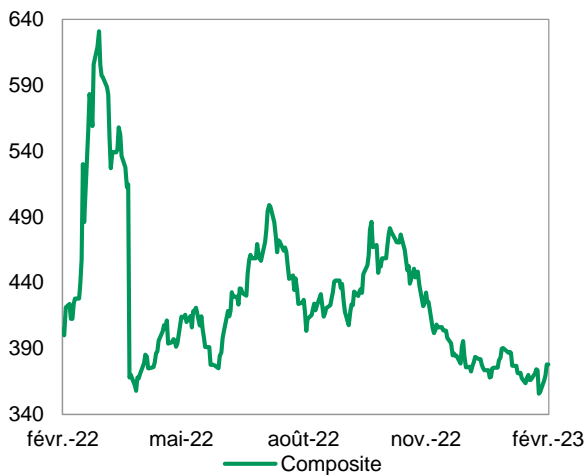
USD/Once troy (Londres)



Source : Thomson Reuters

### Spreads souverains émergents avec le T-Bond

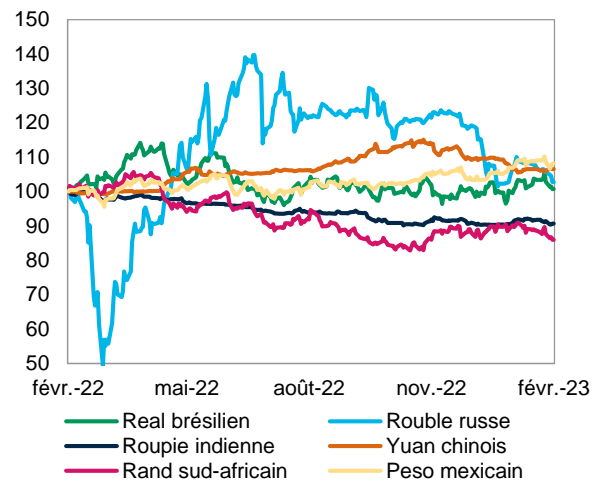
Indices EMBI+ (pdb, dette en USD de plus d'un an)



Source : JP Morgan

### Devises émergentes

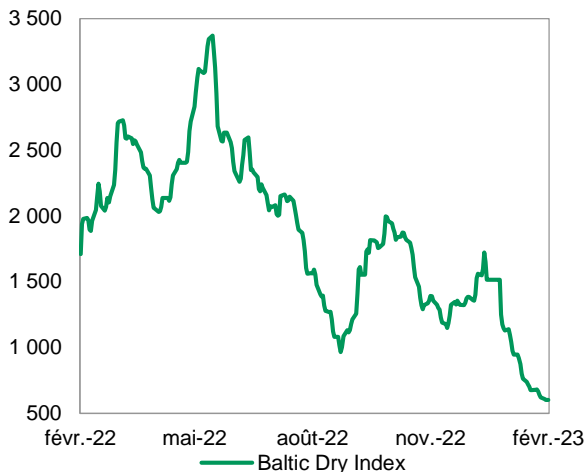
/USD (indice 100 = début de période)



Source : Thomson Reuters

### Coût du transport maritime de vrac sec

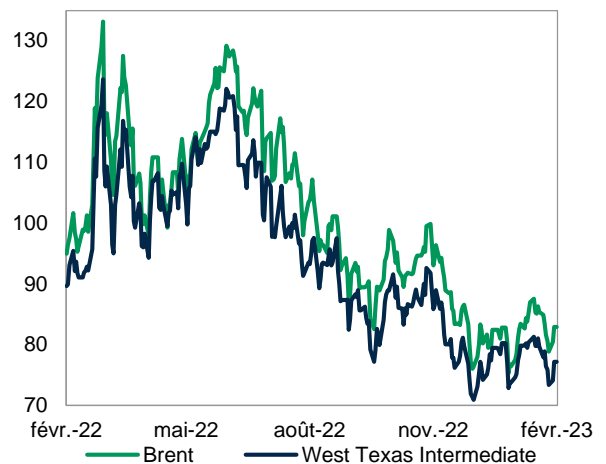
Baltic Dry Index (USD/point)



Source : Baltic Exchange

### Cours du baril de pétrole brut en USD

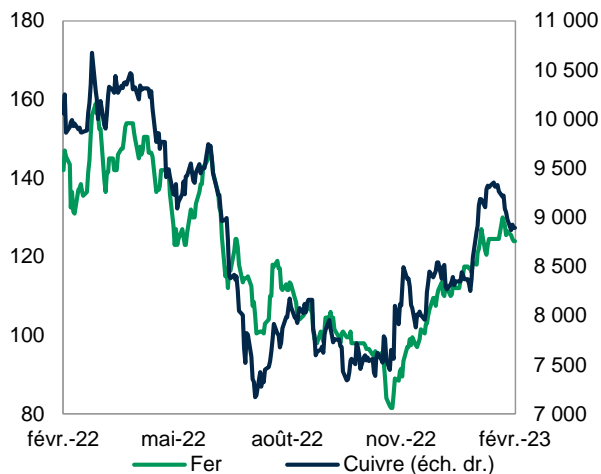
Brent (mer du Nord) et WTI (golfe du Mexique)



Source : Thomson Reuters

### Cours des métaux

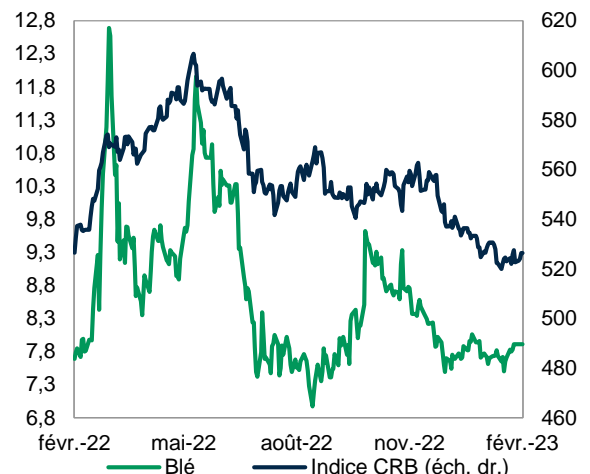
USD/tonne métrique



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 2023-2024 – Décembre 2022

[Un retournement d'une nature inédite](#)

Date	Titre	Thème
08/02/2023	<a href="#">Asie du Sud – Le grand espoir d'un redémarrage chinois</a>	Asie
07/02/2023	<a href="#">Brésil – La détermination sans faille de la banque centrale</a>	Amérique latine
07/02/2023	<a href="#">Parole de banques centrales – BoE : "il est trop tôt pour crier victoire"</a>	Royaume-Uni
06/02/2023	<a href="#">France – Réforme des retraites (2/2) : gagnants, perdants et alternatives à la réforme</a>	France
06/02/2023	<a href="#">France – Réforme des retraites (1/2) : réformer les retraites, est-ce vraiment une urgence ?</a>	France
03/02/2023	<a href="#">Monde – L'actualité de la semaine</a>	Monde
03/02/2023	<a href="#">Inde : une année 2023 au centre de la scène internationale</a>	Asie
02/02/2023	<a href="#">Sénégal – Un État engagé dans la transformation de son pays</a>	Afrique et Moyen-Orient
01/02/2023	<a href="#">Immobilier – Quelle est la situation du marché résidentiel et quelles sont les évolutions pour 2023 ? – Vidéo</a>	France, immobilier

### 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 BENADJAUD, 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 BENSALD

**Documentation :** Dominique PETIT, Elisabeth SERREAU

**Statistiques :** Alexis MAYER Jorge MAMANI SORIA

**Réalisation et Secrétariat de rédaction :** Fabienne PESTY

**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.*