

Perspectives

Hebdomadaire – N°23/056 – 24 février 2023

MONDE – L'actualité de la semaine

☞ L'économie fait de la résistance	2
☞ France : vers une croissance positive au premier trimestre ?	3
☞ Royaume-Uni : forte amélioration des indices PMI en février.....	4
☞ La Corée du Sud rattrapée par le déclin démographique.....	5
☞ Amérique latine : panorama des dettes publiques.....	7
☞ Israël : une économie en bonne santé en dépit du politique	9
☞ Afrique du Sud : l'indice des prix à la consommation baisse	10
☞ Kenya : nouveau président, anciens déficits	10

L'économie fait de la résistance

Les données conjoncturelles se sont de nouveau révélées rassurantes cette semaine avec des enquêtes PMI supérieures aux attentes, confirmant la résistance, en ce début d'année, des économies américaines et européennes. Pour les investisseurs, en revanche, cette résistance de l'économie, au moins à court terme, augmente la probabilité d'une prolongation du cycle de resserrement monétaire.

Dans l'ensemble de la **zone euro**, l'enquête PMI auprès des directeurs d'achats gagne 2 points à 52,3, signe d'une accélération de la croissance. Cette progression est principalement due à l'amélioration des perspectives d'activité dans les services. L'indice manufacturier recule légèrement et reste, malgré une légère amélioration des carnets de commandes, en zone de contraction de l'activité. Par pays, les indices PMI composites pour l'Allemagne et la France repassent en zone d'expansion de l'activité pour la première fois depuis, respectivement, juin et octobre. Cette bonne tenue de l'activité n'a pas ravi les marchés. Face à la résistance de l'activité, l'inflation est en effet susceptible de refluer plus lentement que prévu malgré la baisse des prix de l'énergie. L'inflation sous-jacente (hors composantes volatiles) pourrait rester élevée, soutenue par des déterminants domestiques comme le dynamisme du marché du travail et la relative résistance de la demande qui éloigne les risques d'une récession marquée en début d'année (malgré une révision à la baisse de la contraction du PIB allemand à -0,4% au T4 2022).

Cela pourrait inciter la BCE à poursuivre son cycle de resserrement monétaire plus longtemps, avec un taux terminal potentiellement plus haut qu'initialement anticipé, un phénomène que nous évoquions déjà la semaine dernière. Sur la semaine, les taux des obligations souveraines ont donc augmenté. Le rendement des obligations allemandes à 2 ans atteint 2,9% (+5 pdb sur la semaine) et le taux du Bund à 10 ans gagne 3 pdb à 2,5%. Les écarts de taux entre pays de la zone euro restent en revanche relativement stables, seul le spread italien progresse légèrement à 189 pdb (+4 pdb).

Aux **États-Unis**, les *minutes* de la Fed (compte-rendu de la dernière réunion de politique monétaire) nous apprennent que, si la majorité des gouverneurs était favorable à une hausse de 25 pdb du taux directeur au mois de janvier, certaines voix restaient partisans d'un resserrement monétaire plus agressif. Les bonnes nouvelles économiques des dernières semaines et une inflation en repli seulement faible au mois de janvier pourraient apporter de l'eau à leur moulin. En effet, l'enquête

PMI montre une reprise plus franche encore de l'activité économique puisque l'indice gagne 3,4 points en février et repasse légèrement en zone de croissance à 50,2. Le marché du travail continue également de prouver son dynamisme avec des inscriptions au chômage inférieures aux attentes sur la semaine. Ces éléments pourraient contribuer à un moindre recul de l'inflation au cours des prochains mois. Le freinage du marché immobilier avec des ventes de logements à nouveau en baisse en janvier ne devrait pas suffire à contrer ces arguments en faveur d'une poursuite du resserrement monétaire. Par conséquent, le rendement des *treasuries* à 10 ans augmente de 9 points de base à 3,9% et celui des obligations à 2 ans gagne 10 pdb à 4,7%. Le dollar s'apprécie à nouveau face à la plupart des devises au cours de la semaine.

Sur les **marchés actions**, le cœur des investisseurs balance entre des données économiques rassurantes et la perspective d'un resserrement monétaire plus durable que prévu : une hésitation qui se traduit par une augmentation de la volatilité sur les sept derniers jours. Mais, c'est finalement la déception liée à la politique monétaire qui semble l'emporter. En nette hausse depuis le début de l'année, les marchés actions européens connaissent, en effet, un coup d'arrêt et sont presque stables sur une semaine. Le CAC40 perd 0,2%, tout comme l'Eurostoxx50. Aux États-Unis, le S&P500 perd 1,6% ; il est en baisse pour une seconde semaine consécutive. Outre la hausse des rendements obligataires, les marchés souffrent des anticipations des investisseurs qui perçoivent l'effet finalement négatif de la hausse des taux sur l'activité économique. L'inflation pèse sur les marges des entreprises et continuera à affecter la consommation des ménages si son reflux est finalement lent. En outre, le cycle de hausse des taux n'a commencé qu'il y a 10 mois aux États-Unis et il y a 6 mois en Europe. La transmission de la politique monétaire sur l'économie n'intervenant qu'avec un retard de plusieurs mois, les premiers effets restrictifs sur l'investissement commencent tout juste à se faire sentir et risquent de peser sur la croissance tout au long de l'année.

Les marchés émergents paient aussi l'appréciation du dollar et l'amélioration du rendement relatif d'actifs sans risques (comme les obligations américaines et dans une certaine mesure européennes). L'indice MSCI Emerging Markets perd ainsi 1,2% sur la semaine. Enfin, les tensions géopolitiques liées à la guerre en Ukraine et aux relations entre la Chine et Moscou pèsent également sur l'appétit des investisseurs pour les actifs émergents.

Zone euro

France : vers une croissance positive au premier trimestre ?

La progression du climat des affaires au mois de février semble confirmer la résistance de l'activité économique en ce début d'année. La contraction de l'activité au premier trimestre inscrite jusqu'à présent dans notre scénario pourrait bien être évitée.

En février, le climat des affaires mesuré par l'Insee est en légère hausse à 103, un niveau supérieur à sa moyenne historique (100). Il progresse dans la plupart des secteurs, à l'exception du bâtiment où son niveau reste cependant particulièrement élevé.

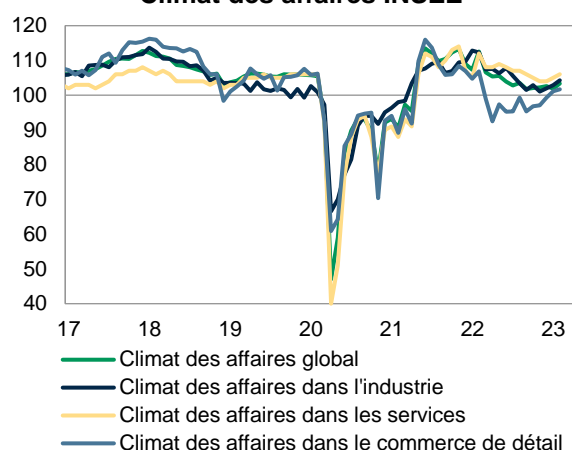
Ainsi, dans l'industrie, l'indice atteint 104, en hausse d'un point par rapport au mois de janvier. La hausse est portée par une amélioration du solde d'opinion sur la production passée (au cours des trois derniers mois), mais les perspectives d'activité progressent également, avec notamment une amélioration du solde d'opinion sur les carnets de commandes. Les obstacles liés à l'offre (difficultés d'approvisionnement et insuffisance de personnel) sont en léger recul, mais restent à des niveaux élevés, tandis que les contraintes de demande restent stables à des niveaux bas. Par secteur, le climat des affaires s'améliore dans l'agroalimentaire, alors que la consommation de biens alimentaires a nettement reculé en 2022 sous l'effet des pressions inflationnistes. Le secteur des matériels de transport poursuit également son redressement.

Dans les services, le climat des affaires s'établit à 106 en février, après 105 le mois dernier. Les perspectives d'activité s'améliorent et l'incertitude se réduit légèrement. D'importantes disparités apparaissent entre sous-secteurs. Le climat des affaires progresse nettement dans l'hôtellerie-restauration et

dans une moindre mesure dans l'information-communication, mais est en baisse dans les services immobiliers (même s'il est trop tôt pour parler de tendance, l'indice étant assez volatil).

Notons également que, dans l'industrie comme dans les services, le climat de l'emploi reste favorable à des niveaux élevés, malgré une stabilisation au cours des derniers mois.

Climat des affaires INSEE



Sources : Insee, Crédit Agricole SA ECO

Les ménages restent en revanche prudents, la confiance des ménages perd un point en février à 82, un niveau nettement inférieur à sa moyenne historique (100). En particulier, les opportunités d'effectuer des achats importants restent basses, tandis que les opportunités d'épargner progressent.

✓ Notre opinion – Même si l'activité économique semble résister en début d'année et qu'un recul du PIB peut être évité, la croissance du premier trimestre devrait être faible. Elle ne sera probablement pas soutenue par la consommation. En effet, la consommation des ménages a reculé de 0,9% au quatrième trimestre 2022 par rapport au trimestre précédent et les intentions d'effectuer des achats importants ne remontent pas. De plus, les ménages estiment qu'il est actuellement opportun d'épargner, un phénomène qui peut s'expliquer par la hausse du rendement du livret A en février et par le maintien d'une épargne de précaution importante dans un contexte inflationniste toujours incertain.

Royaume-Uni

Royaume-Uni : forte amélioration des indices PMI en février

Les enquêtes PMI auprès des directeurs d'achat (indices « flash ») signalent une nette amélioration de l'activité au mois de février, mettant fin à une période de six mois où elles indiquaient une contraction de l'activité. L'indice PMI composite gagne 4,6 points à 53,1, un plus haut depuis juin dernier et en territoire d'expansion pour la première fois depuis juillet. Cette embellie est favorisée par un rebond de la demande (en particulier dans les services) : les nouvelles commandes progressent pour la première fois depuis juillet dernier. Parmi les facteurs d'amélioration, les entreprises notent également une diminution de l'incertitude, une amélioration des pénuries d'offre et une baisse de l'inflation.

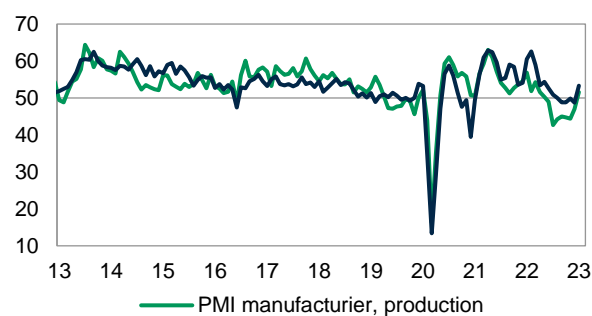
L'amélioration du climat des affaires s'observe à la fois dans les services et dans l'industrie. Le PMI services enregistre un rebond particulièrement fort, passant de 48,7 à 53,3, ce qui correspond à un rythme de croissance de l'activité au plus haut depuis juin. Les créations d'emplois accélèrent pour le deuxième mois consécutif. Les nouvelles commandes augmentent fortement (+4 points à 53,8). Les anticipations d'activité augmentent pour le quatrième mois consécutif après un point bas en octobre.

Dans l'industrie, l'indice PMI gagne 2,2 points à 49,2. Bien que toujours en territoire de contraction, l'indice atteint son plus haut niveau depuis sept mois. Le volume de la production augmente pour la première fois depuis juin 2022 : l'indice PMI *output* est en hausse de 4,6 points à 51,6. Ce niveau correspond à un taux de croissance modeste. Il est dû à un net assouplissement des contraintes d'offre et à une moindre contraction de la demande. En effet, les délais de livraison marquent l'amélioration la plus rapide depuis juillet 2009. L'indice PMI des nouvelles commandes augmente de 4,8 points à 49,2. L'indice des commandes à l'exportation quant à lui progresse de 3,7 points à 47,7. Les deux indices demeurent en territoire de contraction mais leurs rythmes de contraction sont les plus faibles depuis les mois de mai et d'avril 2022 respectivement.

Les pressions inflationnistes continuent de se modérer. L'inflation des prix des intrants a retrouvé

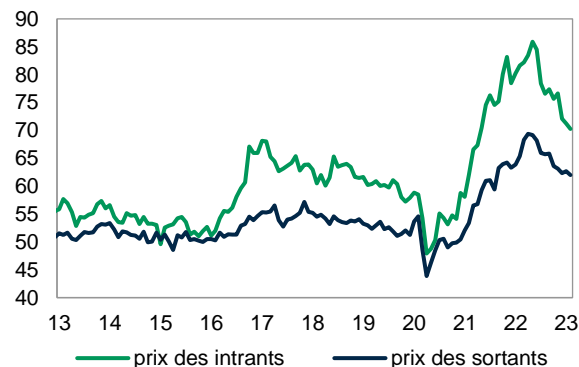
un plus bas depuis avril 2021, grâce à la baisse des prix des carburants et des coûts de transport maritime. En revanche, la hausse des salaires, des factures d'énergie et la dépréciation de la livre sterling contre le dollar demeurent des facteurs de hausse des coûts pour les entreprises interrogées. Le taux d'inflation des produits sortants recule également en février, à un plus bas depuis août 2021, tiré à la baisse surtout par le secteur manufacturier. Dans les services, les entreprises indiquent que leurs prix ont été en hausse soutenue en raison de l'augmentation des salaires de leurs employés.

solde d'opinions **R-U : enquêtes PMI auprès des directeurs d'achats**



Source : IHS Markit, Crédit Agricole S.A.

solde d'opinions **R-U : indices PMI des prix**



Source : IHS Markit, Crédit Agricole S.A.

✓ Notre opinion – Ce rebond solide des PMI en février, en grande partie dû à une reprise de la demande, peut paraître surprenant au regard des puissants freins qui pèsent toujours sur celle-ci : hausses des taux, crise du pouvoir d'achat, contraintes de main-d'œuvre, grèves et instabilité du climat social. Mais c'est la baisse récente des coûts du transport, notamment des prix des carburants, qui, selon nous, est le moteur de cette reprise. La probabilité de récession dans l'immédiat a significativement diminué, mais elle persiste pour plus tard dans l'année. En parallèle, les pressions inflationnistes, bien qu'en modération, restent élevées et sont plus rigides les services. Une demande résiliente face à la hausse de taux augmente le risque de persistance de l'inflation, ce qui pourrait inciter la BoE à poursuivre son resserrement monétaire avec une hausse de taux supplémentaire en mars (probablement de 25 points de base).

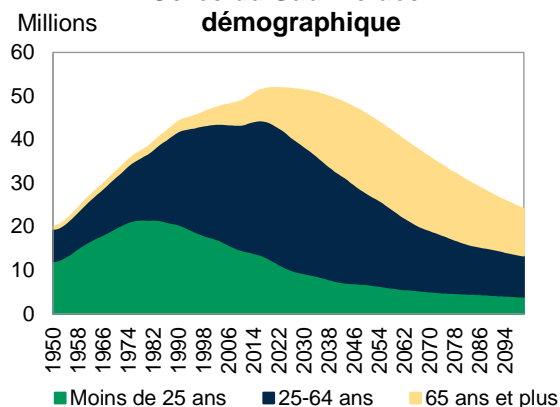
Pays émergents

Asie

La Corée du Sud rattrapée par le déclin démographique

La Corée du Sud s'enfonce dans la dénatalité : avec moins d'un enfant par femme en 2022 (0,78), le pays a perdu environ 123 000 habitants l'an dernier et risque de voir sa population divisée par deux à la fin du siècle. 48% des hommes et 65% des femmes indiquent ainsi ne pas vouloir d'enfant.

Corée du Sud : le déclin démographique



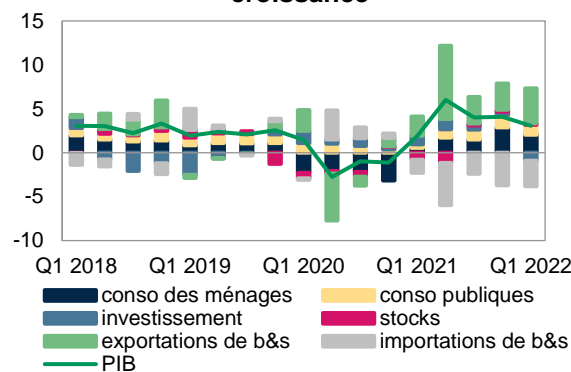
Sources : ONU, Crédit Agricole S.A./ECO

Crise du logement, heures travaillées – l'an dernier, un plafond hebdomadaire de 52 heures a même dû être introduit pour encourager les Coréens à passer un peu plus de temps chez eux –, inégalités hommes/femmes accentuées par l'élection du président Yoon Seok-youl, ouvertement antiféministe : les freins à la natalité sont nombreux. Malgré les sommes investies – plus de 200 Mds de dollars en seize ans – en allocations diverses, solutions de garde et des mesures prises (allongement des congés maternité et paternité), le déclin de la natalité se poursuit inexorablement.

Au-delà de la Corée du Sud, c'est tout le nord de l'Asie (Chine, Japon, Taïwan) qui est touché par ce rapide déclin démographique. Mais la Corée du Sud est le seul pays à être tombé sous ce seuil très symbolique d'un enfant par femme.

Grâce à un super cycle exportateur en 2021 et 2022, la Corée du Sud avait connu une reprise post-Covid très soutenue, qui avait momentanément détourné l'attention de ses problèmes structurels. Le cycle s'est retourné au quatrième trimestre 2022, au cours duquel les exportations ont apporté une contribution négative (-2pp) à la croissance qui a nettement décéléré, passant de 3,1% au T3 en glissement annuel à 1,3% au T4, sans que des effets de base particuliers puissent nuancer ce constat.

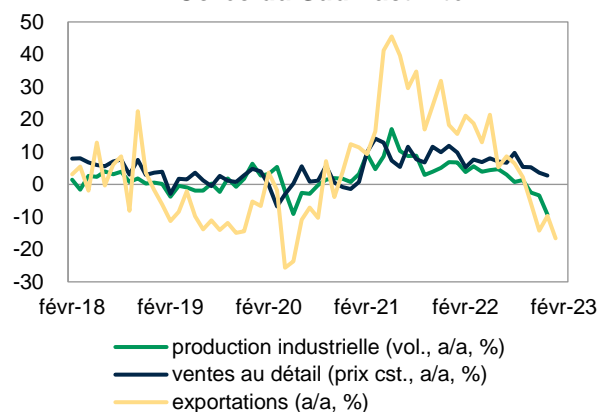
Corée du Sud : contribution à la croissance



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

Effectivement, la chute des exportations est rapide et lourde (-9,7% en décembre en g.a., -16,6% en janvier), et alimente celle de la production industrielle (-9,3% en décembre). Pour l'instant, les ventes au détail résistent toujours, malgré une inflation qui se maintient, en particulier dans ses composantes sous-jacentes (le taux d'inflation atteignait 5,2% en janvier, 5% pour l'inflation sous-jacente).

Corée du Sud : activité

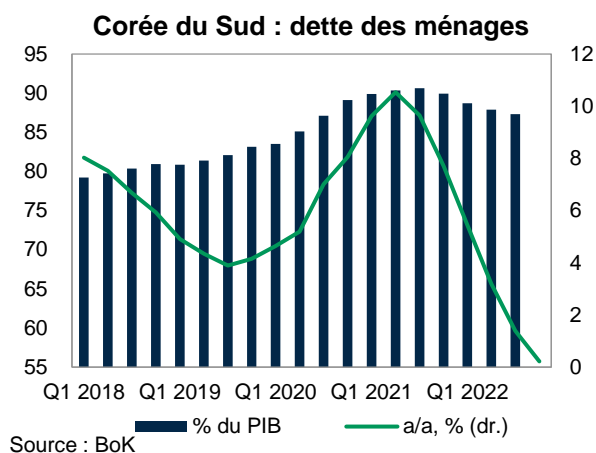


Source : Kostat, Service des douanes, Crédit Agricole S.A./ECO

Après une période de forte dépréciation face au dollar, durant laquelle le won avait cédé près de 20% contre le billet vert, une des pires performances de la région, la devise coréenne s'était redressée, mais s'affaiblit de nouveau depuis début février. Elle a ainsi cédé environ 6% en moins d'un mois. Une mauvaise nouvelle pour les importations, qui voient leur coût renchérir, et ce d'autant plus que la Corée est très exposée aux prix du pétrole, dont la hausse a pesé sur sa balance commerciale. Alors que le maintien de hauts niveaux d'exportations sur les trois premiers trimestres 2022 avaient permis de compenser ceux des importations, le retournement

du cycle commercial place donc la Corée du Sud dans une situation plus délicate.

Dernier indicateur à surveiller, la dette des ménages, talon d'Achille structurel de cette économie coréenne. La pénurie de logements, en plus de demeurer un des freins principaux à la natalité, ayant conduit à une envolée des prix, les ménages coréens se sont fortement endettés. Si un pic semble avoir été atteint fin 2021, la hausse des taux directeurs (+300pb depuis juillet 2021) qui continue de se diffuser au marché immobilier contraint toujours le marché du crédit.



☑ **Notre opinion** – La Corée du Sud est sans nul doute une des plus grandes « success story » économique du 20^e siècle. Sorti de l'extrême pauvreté, puis de la trappe à revenus intermédiaires, le pays a gagné sa place à la table du G20, et dépassé le PIB par tête japonais en parité de pouvoir d'achat depuis 2018. Rattrapé par ses problèmes structurels et surtout confronté à un ratio de dépendance qui explose (17% de la population a déjà plus de 65 ans, une part qui devrait atteindre 30% en 2035, puis 40% en 2050, la Corée du Sud doit se poser la question de son modèle. Jusqu'à présent fondé sur un secteur exportateur très performant et une recherche et développement de pointe, le ralentissement annoncé du commerce extérieur couplé au vieillissement de la population, source traditionnelle de déclin de la consommation questionne les moteurs qui permettront de financer la transition démographique d'un pays encore peu ouvert au recours de l'immigration.

Amérique latine

Amérique latine : panorama des dettes publiques

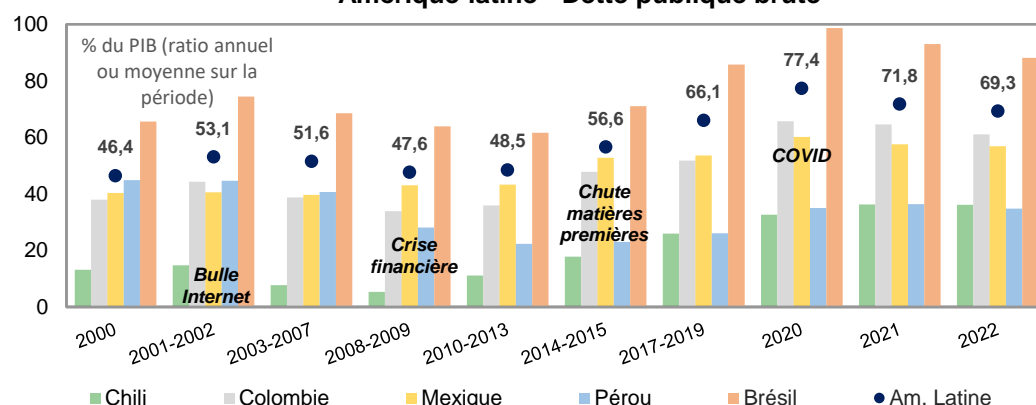
La Banque interaméricaine de développement (BID) vient de publier une étude dense et approfondie sur les dettes latino-américaines publiques mais aussi privées¹. Si ses conclusions n'ont rien de très original, l'étude présente l'avantage considérable d'être approfondie, abondamment documentée et chiffrée. Elle fournit des repères utiles pour l'Amérique latine dans son ensemble².

Depuis 1980, la dette régionale a augmenté en trois vagues distinctes. C'est à l'occasion du resserrement monétaire américain que débute la première vague (1980-1995) : elle couvre la « décennie perdue » des années 1980 marquée par des crises multiples (dette publique et balance des paiements) et s'achève avec la « tequila crisis » de 1994-1995. La deuxième vague (1996-2002) englobe la crise asiatique (1997) suivie des crises russe (1998), turque (2001), argentine (2002) et de l'effondrement de la « bulle internet ». Enfin, la troisième vague débute avec la crise financière (2008-2009), couvre l'effondrement des prix des produits de base en 2014 (après une hausse vertigineuse de près de 15 ans seulement interrompue brièvement par la crise en 2009) et se poursuit avec la crise du Covid-19 en 2020. Au cours de cette dernière vague, l'essor de l'endettement est facilité par la faiblesse des taux d'intérêt mondiaux, la disponibilité des capitaux privés (fonds de pension et fonds souverains) et l'appétit accru pour le risque notamment pour les marchés émergents.

Entre son niveau moyen de 2010-2019 et son atterrissage en 2020-2021, la dette agrégée des cinq plus grands pays (Argentine, Brésil, Chili, Colombie, Mexique) a augmenté de 36 points de pourcentage (pp) du PIB (à 142% du PIB), les dettes publique et privée progressant de, respectivement, 22 pp (à 65%) et 14 pp (à 77%). La progression de l'endettement privé est principalement due aux entreprises (+9 pp à 50% du PIB) alors que les ménages restent faiblement endettés (+5 pp à 27%).

Après le flux, il est désormais urgent d'envisager le **reflux des dettes** et les **niveaux d'excédents primaires** permettant d'y parvenir. L'étude s'attèle alors à la **description d'un monde idéal**. Elle entreprend, notamment, un exercice qui envisage le retour vers un endettement qualifié de « prudent », plus exigeant que celui garantissant la seule soutenabilité de la dette : il est défini comme un niveau qui assure que la dette reste soutenable même si un large éventail de chocs négatifs survient. Le résultat (moyenne des différentes méthodes d'estimation) indique que le niveau prudent de dette est un peu supérieur à 50% du PIB mais baisse jusqu'à ne plus atteindre que 36% du PIB pour les économies fortement tributaires des produits de base. Pour converger vers ces niveaux « prudents », l'étude envisage, à titre d'exercice, que les pays n'utilisent que la réduction de l'endettement public sans entreprendre d'autres actions visant à baisser le risque. Deux scénarios sont envisagés : un scénario de référence (scénario dans lequel les niveaux d'endettement sont prévus, la politique budgétaire est endogène, fonction de la dette et d'autres variables macroéconomiques) et un scénario d'ancrage de la dette (la politique budgétaire conçue pour faire converger la dette vers les niveaux prudents). Ces deux scénarios livrent des estimations de l'effort à produire en termes de solde primaire. Dans le scénario de référence, les pays enregistrent un déficit primaire de 0,8% du PIB (moyenne 2022-2032) et la dette diminue progressivement pour atteindre 63% du PIB en 2032. Dans le scénario d'ancrage de la dette, la région doit dégager un excédent budgétaire primaire

Amérique latine - Dette publique brute



Sources : FMI (WEO, oct. 2022), Crédit Agricole SA/ECO

¹ "Dealing with Debt: Less Risk for More Growth in Latin America and the Caribbean", Andrew Powell, Oscar Valencia, Inter-American Development Bank, January 2023.

² L'étude est globale. Dans certains cas, la région est divisée en sous-groupes selon la structure des exportations par produit. Pays dépendants du tourisme et des produits de base : 15% et

60% (au minimum) de leurs exportations totales proviennent, respectivement, du tourisme (notamment l'Uruguay) et des produits de base (y sont inclus le Chili, la Colombie, le Pérou). Les autres pays font partie du groupe diversifié qui comprend donc l'Argentine, le Brésil, le Mexique.

atteignant progressivement 1,5% du PIB pour atteindre le niveau prudent de 52% du PIB d'ici 2032.

Par ailleurs, tout en alertant sur un endettement trop lourd, la BID note **les progrès** (certes insuffisants) en termes de **position extérieure nette** encore largement déficitaire (sauf en Argentine et au Venezuela...) mais plus robuste grâce, notamment, à l'accumulation de réserves de change abondantes et de **composition des dettes**³. Enfin, la BID se livre à un **plaidoyer pro domo** légitime. Animés par des intentions estimables (ils ont vocation à promouvoir une croissance durable et équitable et à réduire la pauvreté), les créanciers multilatéraux (dont, essentiellement, les banques de développement) offrent des financements longs et moins onéreux que leur permet notamment leur statut de créancier senior. Ils se distinguent par leur capacité à mobiliser d'autres sources de financement et à intervenir de façon contra-cyclique

donc particulièrement opportune. En 2020, de nombreux créanciers officiels, en particulier les banques multilatérales de développement (BMD), ont ainsi déboursé des montants record, inversant une tendance à la baisse de la part de la dette officielle dans la dette souveraine extérieure, tendance vieille d'une décennie. Et la BID de préciser que « pour augmenter de manière significative les prêts des BMD, il faut davantage de capital »

Les créanciers bilatéraux, au sein desquels la Chine joue désormais un rôle majeur⁴, n'exercent pas un rôle contra-cyclique aussi puissant. La position dans le cycle du pays prêteur peut être plus importante que celle du pays récipiendaire. Les flux bilatéraux seraient ainsi pro-cycliques. Et la BID de mettre en garde contre le recours immodéré à ce type de dette qui risque d'amplifier les effets des cycles étrangers sur les économies bénéficiaires.

Dettes publiques en % du PIB

	Niveau "prudent"	Niveau 2021
Amérique latine & Caraïbes	52	67
Pays dépendants du tourisme	66	78
Pays dépendants des matières premières	36	61
Pays diversifiés	46	63

Source : IDB (étude citée, février 2023)

³ Développement des marchés obligataires domestiques, de la dette locale, des taux d'intérêt fixes, léger allongement des maturités, baisse du coût médian de la dette (avant le Covid-19), participation des investisseurs non-résidents à la dette locale (« qui réduit les risques découlant de la volatilité financière internationale, mais ne les élimine pas »).

⁴ L'étude note que la Chine représente au moins la moitié de la dette bilatérale latino-américaine. Or, la dette à l'égard de la

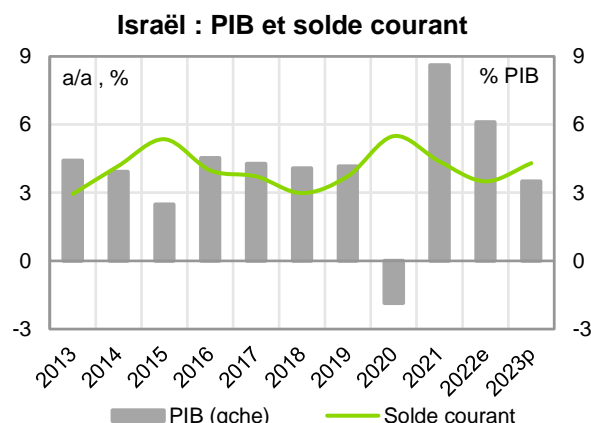
Chine est sous-estimée : la plupart des bases de données enregistrent les prêts accordés par des banques publiques de développement (telles que *Chinese Development Bank*, *China Exim Bank*) mais pas les prêts des banques commerciales appartenant à l'État et les crédits commerciaux des entreprises d'État qui pourraient être classés comme des prêts bilatéraux.

Moyen-Orient et Afrique du Nord

Israël : une économie en bonne santé en dépit du politique

Israël un pays développé qui dispose d'indicateurs macro-économiques solides. Après dix années d'améliorations, certains indicateurs se sont détériorés entre 2020 et 2022 en raison de la crise sanitaire et des conséquences de la guerre russo-ukrainienne sur les dettes (dette publique essentiellement) mais sans affecter la solidité globale de l'économie qui se redresse.

Effectivement, le pays est très réactif face à ces crises externes. À la crise Covid-19, la réponse a été une politique sanitaire stricte et un soutien économique ambitieux et massif. Le rebond de croissance du PIB de 2021 de 8,6% a effacé en trois mois la récession de 2020. En 2022, la croissance reste forte à 6,1% mais elle devrait décélérer à 2,7% en 2023 compte tenu d'un effet de base et de l'environnement économique et géopolitique global moins favorable.



Sources : Central bureau of statistics Crédit Agricole S.A./ECO

Cette **croissance est toutefois équilibrée** avec des excédents courants réguliers qui devraient progresser à 4,2% du PIB en 2023. Cette tendance récurrente depuis quinze ans est aussi bien ancrée à moyen terme car ces excédents courants sont soutenus par la montée en charge de l'exploitation gazière, les exportations de services informatiques et les transferts de la diaspora.

En ce qui concerne la **politique monétaire**, celle-ci est articulée pour éviter la surévaluation du shekel. Ce risque est désormais bien contenu depuis la création d'un fonds souverain en 2022 qui retire les recettes gazières des réserves en devises. Ces dernières baissent à 193 Mds USD fin 2022, l'équivalent de vingt et un mois d'importations, un coussin de sécurité très confortable. Ce changement majeur de la politique monétaire devrait prévenir une hausse future de la monnaie et d'éventuelles pertes de compétitivité à l'exportation.

Pour ce qui est de la hausse des prix, l'inflation a augmenté à 4,5% en 2022, entraînant une hausse des taux à 4,25% début 2023. Pour cette année, l'inflation devrait un peu s'apaiser à 3,6%, une performance assez honorable compte tenu du contexte mondial global.

L'État, après s'être désendetté pendant dix ans, a assumé un soutien économique massif contre la crise sanitaire, ce qui a fait déraiser la **dette publique à 71% du PIB** à fin 2020. La réactivité de la politique budgétaire et le fort rebond de croissance de 2021 et 2022 a permis à celle-ci de rebaisser à 63% du PIB en 2022, un ratio très favorable pour un pays dit « développé ».

En ce qui concerne la dette externe, les excédents courants élevés et stables lui ont permis de rester très contenue à 28% du PIB. Étant inférieure aux réserves en devises, le pays est donc un important créditeur net sur les marchés internationaux de capitaux.

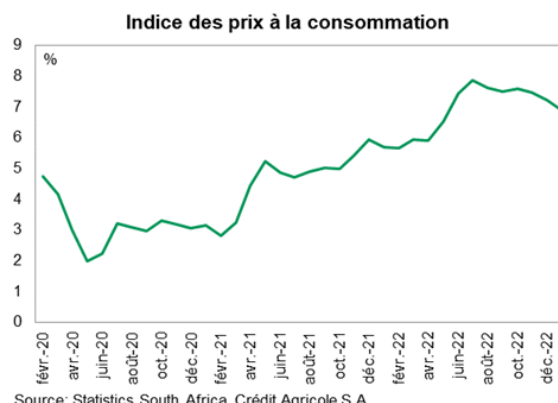
De son côté, la situation sociale s'est également améliorée en 2022. La croissance spectaculaire de l'emploi a, jusqu'en 2019, abouti à une situation de quasi plein emploi (avec seulement 4% de chômage). Temporairement suspendu lors de la crise sanitaire avec un pic de 13% de chômage en 2020, le chômage est retombé à son niveau de 4% fin 2021, un niveau bas qui reste inchangé en 2022. Mais si le **chômage est redevenu faible, il subsiste encore trop d'inégalités sociales qui pèsent sur le sentiment général.**

✓ Notre opinion – L'instabilité politique interne est assez récurrente en raison d'un mode de **scrutin proportionnel** et de l'éclatement des partis. La nouvelle coalition gouvernementale de Netanyahu met en œuvre une politique très nationaliste qui devient plus clivante et tendue. À ce stade, elle n'influence que modérément les grandes orientations économiques et les équilibres du pays. Les risques d'affaiblissement de l'État de droit en cas de réforme de la justice et/ou d'affaiblissement de la Cour suprême sont toutefois des points d'attention particuliers qui vont occuper les observateurs au cours des prochaines semaines.

Afrique sub-saharienne

Afrique du Sud : l'indice des prix à la consommation baisse

Pour le troisième mois consécutif, l'indice des prix à la consommation (CPI) a baissé en janvier à 6,9% sur un an alors qu'il clôturait l'année à 7,2% en décembre 2022. Le CPI a été principalement tiré par la hausse des prix des produits alimentaires et des boissons non-alcooliques (+13,4% soit une contribution de 2,3 pp), les logements, eau et électricité (+4,1% soit 1 pp), les transports (+11% soit 1,6 pp) et les biens et services divers (+4,8% soit 0,7 pp).

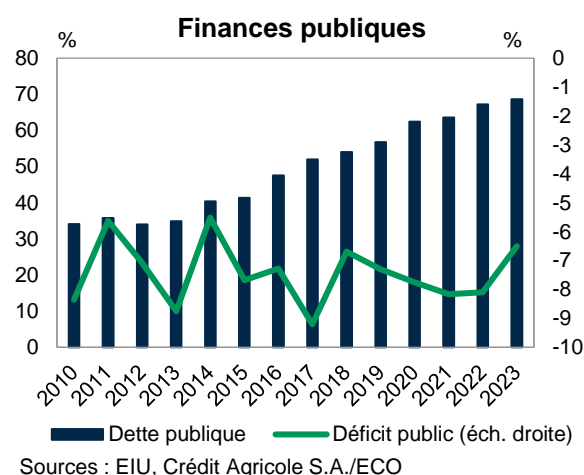


Notre opinion – Si l'inflation totale tend à s'assagir depuis le pic de juillet (7,8% sur un an), l'inflation sous-jacente résiste (4,9% en janvier, soit une hausse de 0,2% en g.m.). En espérant de moindres pressions sur les prix à l'importation (prix internationaux de l'énergie), et avec les effets d'une politique monétaire restrictive (+350 pdb sur un an), un repli est anticipé pour 2023. L'inflation atteindrait ainsi l'objectif fixé par la Banque centrale sud-africaine (SARB), qui vise une fourchette comprise entre 3% et 6%.

Kenya : nouveau président, anciens déficits

William Ruto, élu en août 2022, hérite d'une économie fragile. Le principal chantier pour ce jeune président est sans doute celui des finances publiques. En effet, les investissements publics conséquents entrepris sous le mandat de l'ancien président Uhuru Kenyatta ont creusé le déficit public et partant, une hausse du stock de la dette. Le déficit budgétaire est ainsi passé de 5,8% du PIB en moyenne sur la période 2010-2018 à 7,2% du PIB en 2019-2022. Du côté de la dette, ce n'est pas tant son niveau qui est inquiétant puisque celui-ci reste à un niveau relativement bas par rapport à ce que l'on peut observer dans d'autres pays émergents, mais plutôt son évolution dans le temps, la composition de la dette externe, ainsi que les charges d'intérêts qui pèsent de plus en plus lourd dans le budget de l'État. Premièrement, l'encours de la dette est passé de 44% en moyenne sur la période 2010-2018 à 62% en moyenne en 2019-2022. Deuxièmement, bien que la part des créanciers multilatéraux demeure importante, elle a baissé à près de 50% en 2022 (contre 62% en 2011) au profit des banques commerciales dont la part est passée de 6,6% en 2011 à 27% en 2022. Enfin, le service de la dette est également source d'inquiétude car il absorbe une part importante des recettes budgétaires (48% en 2022, soit +17,6% par rapport à 2021), laissant ainsi très peu de marge de manœuvre pour financer le développement. Il est d'autant plus élevé que les nouveaux emprunts sont plus coûteux et les besoins de financement toujours importants. Mais le chef d'État est déterminé à changer cela, en ligne avec

sa volonté de consolider le budget, il souhaite réduire le recours aux emprunts non concessionnels au profit des emprunts auprès de bailleurs multilatéraux et de manière plus large des emprunts domestiques.



Le Kenya fait tout de même preuve de bonne volonté, en témoigne les bonnes performances des recettes fiscales dans l'exercice budgétaire de 2021/2022 qui ont permis une contraction du déficit à 6,2% du PIB (contre 8,2% au cours de l'exercice 2020/2021). Par ailleurs, pour répondre aux conditions qui accompagnent la Facilité élargie du crédit de 2,3 Mds USD accordée au Kenya en 2021 par le FMI, le gouvernement de M. Ruto est déterminé à mener une politique budgétaire prudente pour

assainir les finances publiques. Ainsi, dès son arrivée au pouvoir, l'exécutif n'a pas hésité à mettre fin aux différentes subventions mises en place par le précédent gouvernement. En outre, le budget rectificatif 2022/2023 prévoit un déficit de 5,8% (contre 6,2% dans le budget initial), basé sur une prévision de croissance de 6% et une réduction des dépenses de développement au profit d'une hausse des dépenses courantes. Par ailleurs, le déficit budgétaire sur l'année fiscale 2021/2022 a été financé à hauteur de 67% par du financement domestique et à 33% par du financement extérieur (5,6% et 2,9% du PIB, respectivement), la part moins importante de ce dernier est imputable à des conditions de marché défavorables.

Les regards se tournent néanmoins vers la dette extérieure, puisqu'elle est la plus vulnérable au défaut de paiement. Elle compte pour la moitié de la dette totale du Kenya (33,7% du PIB). Ainsi, la multiplicité des acteurs en particulier bilatéraux et commerciaux peut être problématique dans la

mesure où si le pays est amené à restructurer sa dette, cela peut ralentir le processus (comme l'illustre bien le cas de la Zambie). En outre, l'accès restreint aux marchés internationaux peut mettre en difficulté le gouvernement si celui-ci est dans l'incapacité d'emprunter à des taux bas ou qu'il s'engage finalement à emprunter à des taux élevés au risque d'accroître le service de la dette et menacer sa solvabilité. Par ailleurs, le risque sur la dette extérieure est exacerbé par une balance courante traditionnellement déficitaire, à 5,9% en 2022, attribuable en partie au renchérissement des importations (énergie). Les réserves de change s'en trouvent impactées, à 6,8 Mds USD actuellement, soit 3,8 mois d'importations. À cela s'ajoute la dépréciation du shilling kenyan face au dollar américain (à 123 Ksh/USD en janvier contre 113 Ksh/USD en janvier 2022) qui augmente la valeur du service de la dette exprimée en monnaie locale, d'où la vulnérabilité du pays à la politique monétaire américaine.

✓ Notre opinion – L'aide du FMI est importante et semble quelque peu freiner le Kenya dans sa trajectoire d'endettement. Ainsi, le pays a toujours accès aux financements internationaux bien que les conditions se soient resserrées du fait des politiques monétaires agressives des banques occidentales. En juin 2022, le pays a renoncé à l'émission d'un eurobond (1 Md USD) car les taux d'intérêt demandés par les investisseurs étaient très élevés (environ 12% contre 6-7% pour une obligation similaire émise en 2021). Il est clair que M. Ruto doit faire face à d'importants défis économiques pour espérer éviter la crise. Son programme est ambitieux (soutenir le secteur privé, consolider le budget, privatisation des entreprises publiques...) et les attentes de la population sont élevées vu l'ampleur des défis économiques et humanitaires.

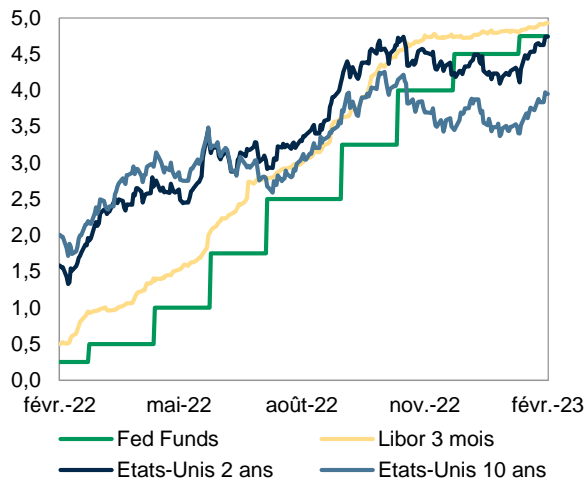
Du côté de la croissance, malgré une reprise économique post-pandémie vigoureuse (+7,5% en 2021), le rebond de l'activité économique du Kenya est freiné par d'importantes sécheresses qui ont fortement impacté l'économie, dépendante en grande partie de l'agriculture (40% du PIB), et un contexte international défavorable. La croissance demeure tout de même résiliente (5,5% en 2022) tirée par un secteur des services résilient (50% du PIB) mais devrait poursuivre sa trajectoire baissière en 2023 avec une projection à 5%.

Pour le moment, d'après l'analyse de la soutenabilité de la dette du FMI, la dette publique du Kenya est soutenable mais les efforts d'assainissement budgétaire doivent se poursuivre. Néanmoins, si le contexte économique actuel persiste, le gouvernement pourrait faire face à des difficultés en 2024 lorsqu'une obligation de 2 Mds USD arrivera à échéance. À long terme, on pourrait espérer que les investissements entrepris auparavant participeront sur le long terme à la croissance et permettront d'améliorer davantage les finances publiques grâce aux recettes qu'ils généreront.

Tendances à suivre

Taux d'intérêt en dollar américain

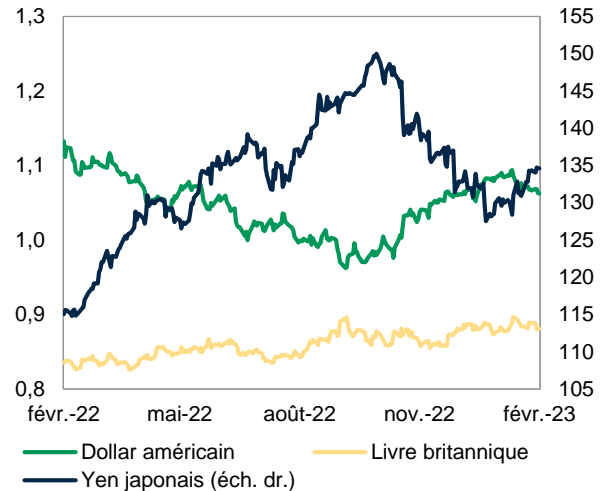
%, interbancaire (Londres) et souverains (États-Unis)



Source : Thomson Reuters

Taux de change des principales devises

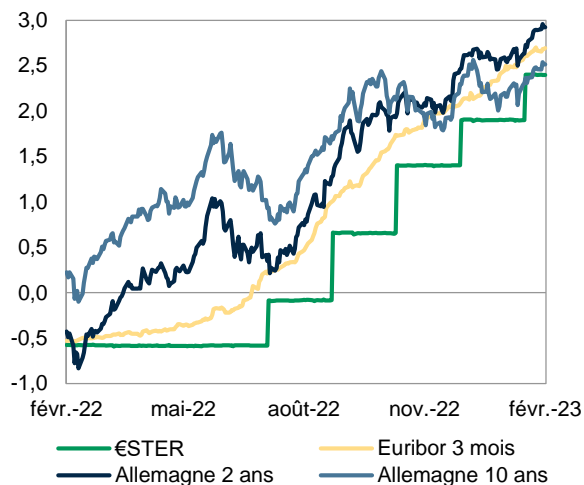
EUR/USD, EUR/GBP et USD/JPY



Source : Thomson Reuters

Taux d'intérêt en euro

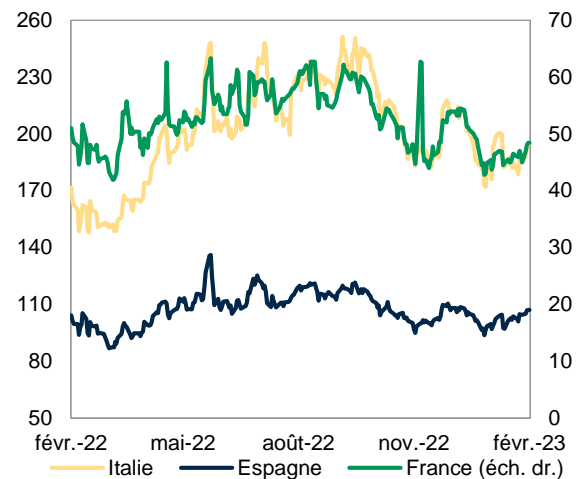
%, interbancaires (Londres) et souverains (Allemagne)



Source : Thomson Reuters

Spreads souverains européens avec le Bund

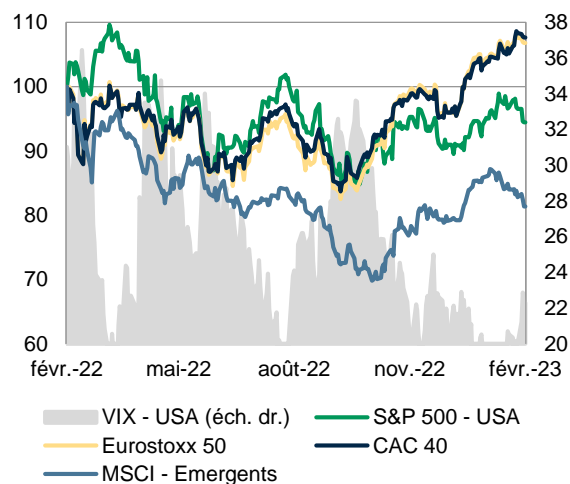
Pdb, dette en EUR à dix ans



Source : Thomson Reuters

Marché actions

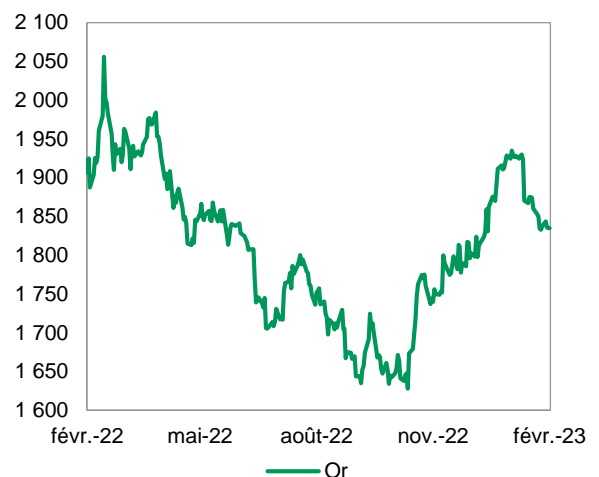
Indice boursiers (100 = début de période) et volatilité VIX



Source : Thomson Reuters

Cours de l'once d'or

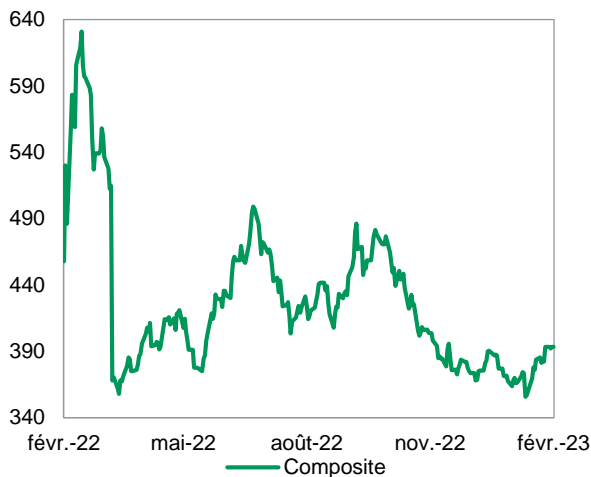
USD/Once troy (Londres)



Source : Thomson Reuters

Spreads souverains émergents avec le T-Bond

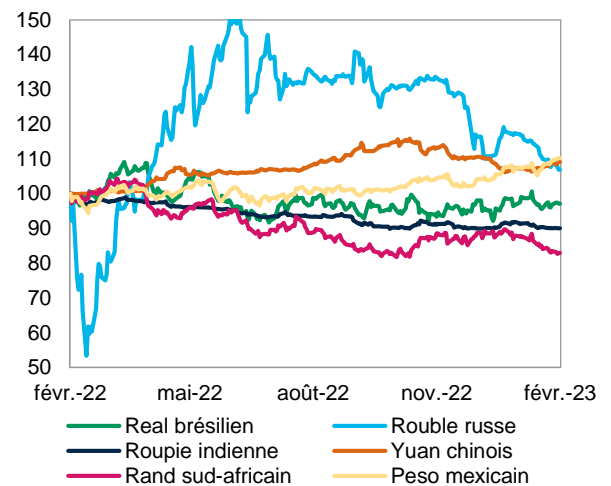
Indices EMBI+ (pdb, dette en USD de plus d'un an)



Source : JP Morgan

Devises émergentes

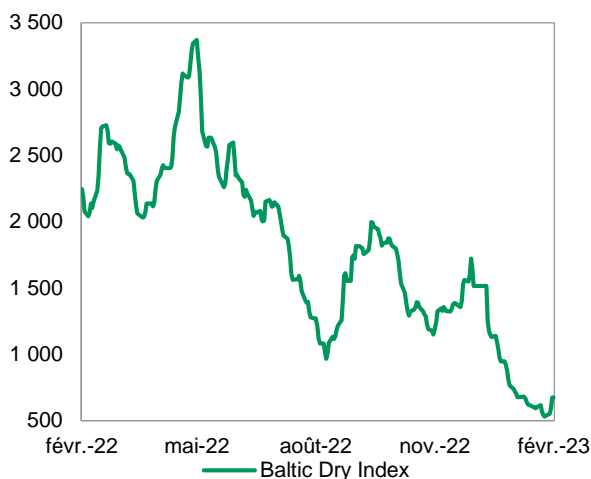
/USD (indice 100 = début de période)



Source : Thomson Reuters

Coût du transport maritime de vrac sec

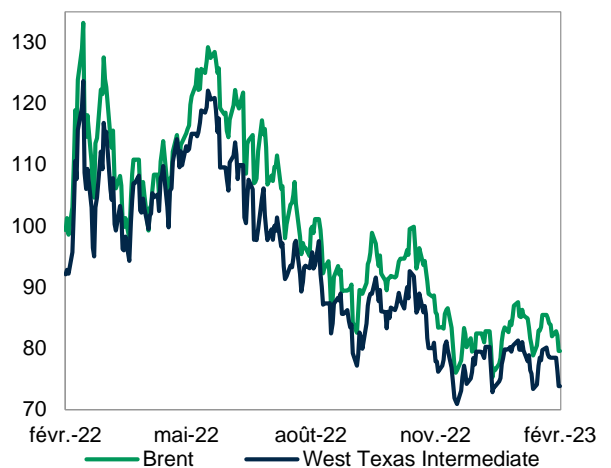
Baltic Dry Index (USD/point)



Source : Baltic Exchange

Cours du baril de pétrole brut en USD

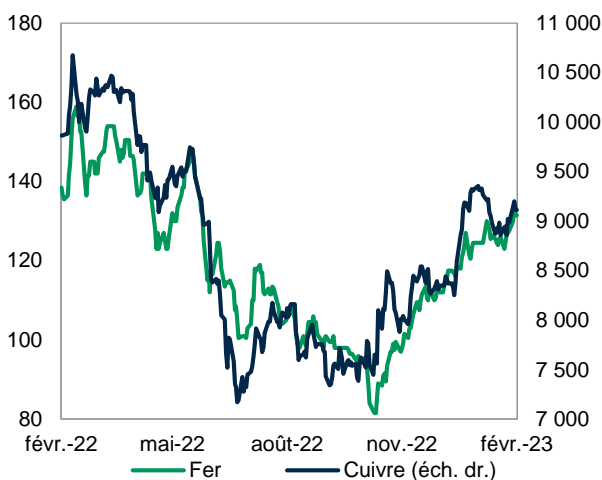
Brent (mer du Nord) et WTI (golfe du Mexique)



Source : Thomson Reuters

Cours des métaux

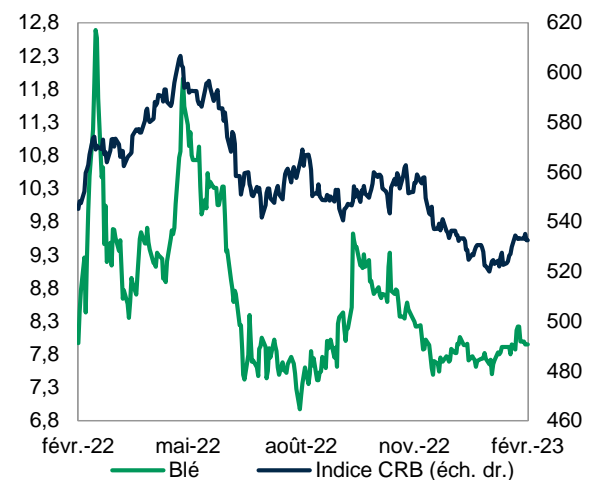
USD/tonne métrique



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
23/03/2022	<u>Entre sécurité nationale et réouverture, Hong Kong cherche encore sa nouvelle voie</u>	Asie
22/02/2023	<u>Brésil – Dans l'attente de nouveaux ancrages</u>	Amérique latine
21/02/2023	<u>Arabie saoudite – Après la très bonne année 2022, comment se présente l'année 2023 ?</u>	Arabie saoudite
20/02/2023	<u>Monde – L'actualité de la semaine</u>	Monde
15/02/2023	<u>Afrique du Nord – Libye : très peu d'espoir de réunification, un pays indéfiniment failli ?</u>	Afrique du Nord
13/02/2023	<u>ECO Tour 2023 : état de l'économie française secteur par secteur</u>	France
13/02/2023	<u>Royaume-Uni – La récession évitée de justesse avec une croissance nulle au T4 2022</u>	Royaume-Uni
10/02/2023	<u>Monde – L'actualité de la semaine</u>	Monde
09/02/2023	<u>L'Afrique sub-saharienne face à l'urgence alimentaire</u>	Afrique et Moyen-Orient
09/02/2023	<u>Parole de banques centrales – BCE : après un guidage de court terme, retour à une action conditionnée par les données</u>	Zone euro
08/02/2023	<u>Asie du Sud – Le grand espoir d'un redémarrage chinois</u>	Asie
07/02/2023	<u>Brésil – La détermination sans faille de la banque centrale</u>	Amérique latine
07/02/2023	<u>Parole de banques centrales – BoE : "il est trop tôt pour crier victoire"</u>	Royaume-Uni
06/02/2023	<u>France – Réforme des retraites (2/2) : gagnants, perdants et alternatives à la réforme</u>	France
06/02/2023	<u>France – Réforme des retraites (1/2) : réformer les retraites, est-ce vraiment une urgence ?</u>	France

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, Clara BULTEAU

États-Unis, Royaume-Uni, Irlande, pays scandinaves : Slavena NAZAROVA

Europe centrale et orientale, Asie centrale : Tania SOLLOGOUB (coordination pays émergents), Ada ZAN, Mathilde DERAMBURE

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 : Véronique CHAMPION

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](#) et 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.