

# Perspectives

Hebdomadaire – N°23/065 – 3 mars 2023

## MONDE – L'actualité de la semaine

☞ Récession américaine : mirage ou fatalité ?.....	2
☞ France : l'épargne augmente à nouveau en fin d'année, malgré un pouvoir d'achat en hausse .....	4
☞ Zone euro : une nouvelle percée de l'inflation sous-jacente en février !.....	4
☞ Zone euro : l'indice du sentiment économique marque le pas.....	5
☞ Brésil : spéculations manifestes et satisfecit discret.....	7
☞ Irak : une réévaluation du dinar de 12% pour lutter contre l'inflation .....	9
☞ Jordanie : le chômage élevé et l'inflation alimentent les tensions sociales .....	9
☞ Ouzbékistan : là où se rencontrent la Chine et la Russie .....	10
☞ Nigeria : le nouveau président saura-t-il sortir son pays du tunnel ? .....	12

## Récession américaine : mirage ou fatalité ?

Les nouvelles en provenance de l'économie américaine publiées ces derniers jours ont continué de remettre en question le scénario consensuel d'une récession plus ou moins imminente au profit d'un scénario dans lequel la croissance américaine demeurerait forte et le marché du travail tendu, favorisant ainsi une inflation toujours élevée. En effet, les données pour le mois de janvier ont surpris très fortement à la hausse. En premier lieu, celles de la consommation des ménages et de l'inflation. Selon les données du *Bureau of Economic Analysis* du 24 février, les dépenses de consommation personnelle (PCE) réelles ont rebondi de 1,1% en janvier (après -0,3% en décembre), tirées par une hausse soutenue du revenu personnel disponible (+1,4% après +0,2% en décembre). L'inflation de ces dépenses de consommation est également repartie à la hausse. L'indice des prix PCE et sa composante sous-jacente (mesure préférée de la Fed) ont tous deux augmenté de 0,6% en janvier 2023 (après + 0,2% et +0,4% respectivement en décembre). Sur douze mois, l'indice PCE progresse de 5,4% (après +5,3% en décembre) et sa composante sous-jacente de 4,7% (après +4,6%). Les prix des biens ont rebondi à +0,6% en janvier après deux mois de baisse, et ceux des services continuent d'augmenter à un rythme soutenu (+0,6% en janvier et en décembre).

Les données économiques portant sur le mois de février publiées cette semaine outre-Atlantique sont venues confirmer cette amélioration conjoncturelle. Les inscriptions au chômage sur la semaine se terminant le 24 février ont baissé de 2 000, à 190 000, s'établissant pour la septième semaine consécutive en-dessous de la moyenne (220 000) d'avant-Covid et ce, malgré d'importantes réductions d'effectifs de la part de grandes entreprises dans les secteurs de la technologie, la finance et autres industries. Un marché du travail dynamique avec un taux de chômage au plus bas depuis 1969, à 3,4%, permet aux employés licenciés de retrouver rapidement du travail, ce qui est propice au maintien d'une consommation privée relativement solide. Le marché immobilier montre également des signes de stabilisation, après un net ralentissement en 2022 provoqué par les hausses des taux hypothécaires et une baisse de la demande. Selon les données de l'agence fédérale de financement du logement (*Federal Housing Finance Agency* – FHFA), si les prix de l'immobilier aux États-Unis ont baissé de 0,1% en décembre 2022 (comme en novembre), ils augmentent de 0,3% au quatrième trimestre 2022 par rapport au troisième trimestre (après +0,1% au troisième trimestre). En janvier, la demande de logements s'est améliorée avec des ventes de logements progressant de 8,1% sur le mois, leur plus forte hausse depuis juin 2020. Si le marché immobilier risque de rester faible au cours de cette année, le pire est peut-être déjà derrière nous.

Par ailleurs, l'indice PMI du secteur de l'industrie publié par l'*Institute for Supply Management* (ISM) a augmenté en février, quoique moins fortement qu'anticipé, à 47,7 après 47,4 en janvier, restant en territoire de contraction de l'activité pour le quatrième mois consécutif. Cette amélioration est tirée par la hausse de la composante « nouvelles commandes » (47 après 42,5 en janvier) qui signale un ralentissement du rythme de contraction de la demande. La composante « prix » est repassée en zone d'expansion à 51,1 (après 44,5) indiquant la persistance du risque inflationniste.

Ainsi, dans l'ensemble, les données conjoncturelles récentes suggèrent une économie plus résiliente qu'anticipé. Elles impliquent des risques haussiers sur les prévisions de croissance pour le premier trimestre. Cependant, il convient de rester prudents quant à la pérennité de ce mouvement et de se garder de tirer des conclusions hâtives fondées sur un seul mois. Les chiffres des créations nettes d'emplois pour le mois de janvier présentent un écart positif significatif par rapport à la moyenne historique pour la saison. Et si les données peuvent rester fortes, il est peu probable qu'un tel rebond se répète. En outre, en ce qui concerne la consommation privée, elle a pu être gonflée par un effet de rattrapage après des mois de novembre et de décembre assez faibles. En effet, les consommateurs pourraient avoir reporté à janvier une partie de leurs dépenses de Noël et ce d'autant plus que l'hiver a été relativement rigoureux. L'activité devrait donc ralentir plutôt qu'accélérer plus tard cette année. La lutte de la Fed contre l'inflation est, en outre, peu compatible avec un scénario de réaccélération de la demande qui impliquerait une inflation plus forte et obligerait la Fed à resserrer davantage ses taux, augmentant la probabilité de récession.

L'avalanche de données « pro-inflationnistes » a douché les espoirs des investisseurs d'une pause dans le resserrement monétaire de la Fed. Les anticipations de hausses de taux de la Fed ont « grimpé » et atteignent un pic prévu pour septembre à 5,45%, un niveau supérieur aux prévisions de la Fed publiées en décembre. Le taux 2 ans a atteint 4,94% jeudi, un plus haut depuis 2007. Les taux 10 ans et 30 ans ont dépassé 4% pour la première fois depuis novembre. Le cœur des marchés balançant entre risque de resserrement des conditions financières et afflux de bonnes nouvelles côté activité (notamment en provenance de la Chine), la bourse américaine parvient à afficher un léger rebond sur la semaine (+0,3% pour le S&P500), mais reste en proie à une forte volatilité qui laisse la performance largement négative depuis le début de l'année (-2,1%).

Si le dollar est de nouveau soutenu par les anticipations d'une Fed plus *hawkish*, le resserrement monétaire à l'œuvre dans les autres banques

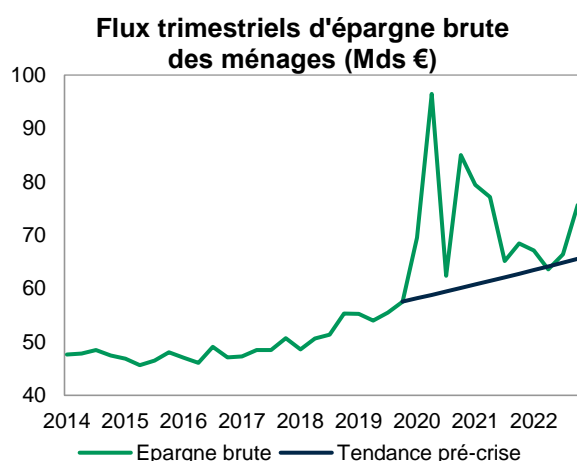
centrales, notamment la BCE, semble limiter sa réappréciation. Cette semaine, l'euro affiche même une progression contre le dollar (+0,5%). Une nouvelle surprise à la hausse sur l'inflation allemande et, surtout, européenne (8,5% contre 8,2% anticipé pour le HICP zone euro) renforce les anticipations de nouveau resserrement de 50 points de base par la BCE le 16 mars prochain. Le mois

de mars devrait voir l'inflation baisser plus fortement grâce à des effets de base, a déclaré C. Lagarde. Les investisseurs européens semblent rassurés : les bourses progressent plus fortement qu'aux États-Unis (+2,2% pour l'Eurostoxx 50).

## Zone euro

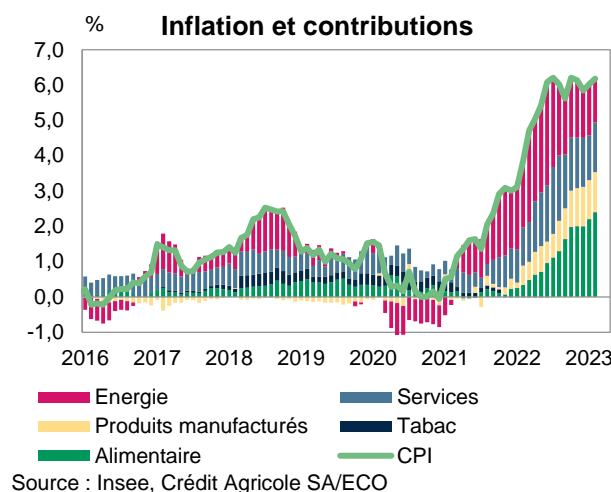
### France : l'épargne augmente à nouveau en fin d'année, malgré un pouvoir d'achat en hausse

Les ménages français ont confirmé leur prudence face au choc inflationniste en fin d'année. La consommation des ménages a reculé de 1,2% au quatrième trimestre alors que sur la même période, le pouvoir d'achat a progressé de 0,9% par rapport au trimestre précédent et de 0,8% par unité de consommation (en tenant compte des évolutions démographiques). Après une croissance du pouvoir d'achat au troisième trimestre due à la revalorisation des prestations sociales et du point d'indice fixant les rémunérations de la fonction publique, la croissance du revenu des ménages a cette fois été permise par une baisse de la fiscalité avec la suppression de la redevance audiovisuelle publique et de la taxe d'habitation pour les ménages les plus aisés. Le taux d'épargne a ainsi atteint 18,8% au T4. Le surplus d'épargne accumulé depuis 2020 repart ainsi à la hausse et augmente d'environ 10 Mds€ en fin d'année.



Source : Insee, Crédit Agricole SA/ECO

C'est donc la prudence et la préservation du pouvoir d'achat futur de l'épargne qui continuent de diriger les comportements des ménages dans un contexte inflationniste. L'inflation est en effet repartie à la hausse et atteint 6,2% sur un an au mois de février après 6,0% en janvier. Malgré la revalorisation de 15% des tarifs réglementés de l'électricité en février, (après la hausse de 15% des tarifs du gaz en janvier), l'énergie contribue de moins en moins à la hausse du niveau des prix. Les prix alimentaires continuent quant à eux de s'envoler et sont désormais en hausse de 14,5% sur un an. L'inflation repart également en hausse mais reste plus modérée dans les biens manufacturés (+4,6% sur un an) et dans les services (+2,9% sur un an).



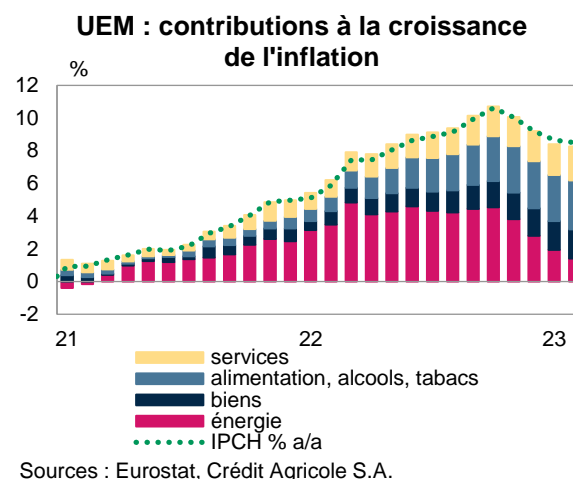
**☑ Notre opinion** – Alors qu'une nouvelle loi « pouvoir d'achat » n'est pas prévue pour 2023, les salaires devraient continuer à progresser moins rapidement que les prix et le pouvoir d'achat des ménages devrait reculer cette année. Dans ce contexte, les ménages pourraient piocher dans leur épargne pour maintenir un niveau de consommation convenable sans pour autant que la consommation en volume ne progresse, les consommateurs restant prudents dans un contexte inflationniste incertain. En effet, l'inflation restera élevée jusqu'au printemps alors que le pic de l'inflation alimentaire est attendu dans les prochains mois à l'issue des discussions entre industrie agro-alimentaire et grande distribution qui se tiennent en ce moment.

### Zone euro : une nouvelle percée de l'inflation sous-jacente en février !

L'indice des prix à la consommation harmonisé en zone euro a augmenté de 8,5% sur un an au mois de février après 8,6% en janvier. Il s'agit de la quatrième baisse consécutive de l'inflation globale, mais l'inflation sous-jacente, qui exclut les prix volatils de l'énergie et de l'alimentation, a en revanche augmenté de 0,3 point de pourcentage pour atteindre +5,6% sur un an (son plus haut niveau historique), faisant craindre une inflation plus

durablement installée et confortant la poursuite du resserrement de la politique monétaire de la BCE. L'inflation sur l'énergie a baissé (13,7% contre 18,9% en janvier) mais a été compensée par la hausse de l'inflation sur l'alimentation (15% versus 14,1%) mais aussi des services (4,8% vs 4,4%) et des biens manufacturés (6,8% vs 6,7%). La ventilation par pays révèle une grande disparité des profils en raison des différences de politiques

nationales de lutte contre la baisse du pouvoir d'achat. En Allemagne, l'inflation a augmenté de 0,1 point de pourcentage (à 9,3%) en raison des prix de l'alimentation et des services. En France, l'inflation a augmenté de 0,2 point (à 7,2%), tirée par les prix de l'alimentation mais aussi des services et des biens manufacturés tandis que l'inflation sur l'énergie s'est réduite. En Italie, l'inflation a diminué de 0,7 point, pour atteindre 9,9% grâce à la baisse des prix réglementés sur l'énergie, notamment du gaz, mais l'inflation sous-jacente a continué d'augmenter en raison des prix de l'habillement et des services. En Espagne, l'inflation a augmenté de 0,2 point pour se fixer à 6,1%, essentiellement sous l'effet de la hausse du prix de l'électricité et de l'alimentation.



**Notre opinion** – L'inflation en zone euro n'a que faiblement diminué au mois de février tandis que l'inflation sous-jacente s'est accrue, ce qui risque d'occasionner des effets négatifs plus persistants sur les économies de la zone. Les prix de l'alimentation augmentent singulièrement ainsi que ceux des services, faisant craindre des pressions additionnelles sur les salaires et une inflation durablement élevée. Ces chiffres confortent l'annonce par la BCE d'une nouvelle hausse des taux d'intérêt de 50 points de base le 16 mars prochain et ouvrent également la voie à une hausse d'ampleur identique en mai, d'autant que l'activité de la zone a relativement bien résisté à ce choc inflationniste et que le taux de chômage reste faible.

### Zone euro : l'indice du sentiment économique marque le pas

Alors qu'il progressait depuis le mois d'octobre, l'indice mensuel du sentiment économique en zone euro marque le pas en février, affichant un très léger repli sur le mois. Il s'établit à 99,7 points, contre 99,8 points en janvier, soit quasiment sa moyenne de long terme (100). Par pays, l'indice continue d'accélérer aux Pays-Bas (+2,9 points sur un mois), ralentit en Allemagne (+0,1 point), reste relativement stable en Italie mais recule en France (-1,5 point) et en Espagne (-2,0 points).

L'analyse des composantes de l'indicateur signale un repli à 0,5 point du sentiment économique dans le secteur de l'industrie, après avoir rebondi à 1,2 point en janvier. À l'exception des Pays-Bas, ce recul concerne la quasi-totalité des principaux pays membres de la zone, avec une contraction plus marquée en Espagne où l'indice perd 2,2 points sur un mois. En particulier, les anticipations des entreprises quant à l'évolution future de la production se détériorent sauf en Italie où elles enregistrent une légère hausse. Si la demande présente quelques signes d'amélioration, elle continue de peser sur l'activité. À l'exception de l'Allemagne et des Pays-Bas, les entreprises anticipent une moindre contraction de leurs carnets de commande. L'évaluation des carnets de commande à l'exportation témoigne également d'un moindre pessimisme des entreprises excepté en Espagne où le solde d'opinion replonge, contribuant ainsi à la baisse du solde de l'ensemble de la zone. En février, la confiance dans le secteur des services en zone euro s'est également détériorée (-0,9 point

sur un mois) alors qu'elle progressait depuis décembre. L'indice se replie en Allemagne, en Espagne et en Italie tandis qu'il rebondit en France et aux Pays-Bas. La détérioration des anticipations de la demande et de celles de l'emploi contribue à l'érosion de la confiance dans les pays concernés. Le sentiment économique se redresse de 0,6 point dans le commerce de détail en zone euro, constituant son plus haut niveau depuis mars 2022. Par pays, les évolutions sont relativement contrastées. La confiance rebondit en Italie (+3,2 points sur un mois) et en Allemagne (+1,2 point) et de manière plus modérée aux Pays-Bas (+0,3 point). En Espagne et en France, l'indice a perdu respectivement 0,1 point et 1,4 point. Excepté ces deux derniers pays, les entreprises évaluent un niveau croissant de leurs stocks et anticipent une contraction moindre de leur activité future. La confiance s'est également améliorée dans le secteur de la construction pour lequel l'indice affiche une hausse de 0,4 point par rapport au mois précédent. Le redressement de l'indice a notamment été tiré par un rebond très prononcé de la confiance dans la construction en Espagne (+19,7 points) alors qu'elle se détériore en Italie, en Allemagne et aux Pays-Bas et qu'elle reste relativement stable en France. Dans l'ensemble de la zone, les entreprises témoignent d'une atténuation des contraintes de production, marquée entre autres par une baisse des pénuries de main-d'œuvre et d'équipement et une amélioration des conditions climatiques. À l'exception de l'Italie, les soldes d'opinion révèlent

également une contraction moindre des carnets de commandes en zone euro avec un revers important en Espagne où le solde gagne 13 points.

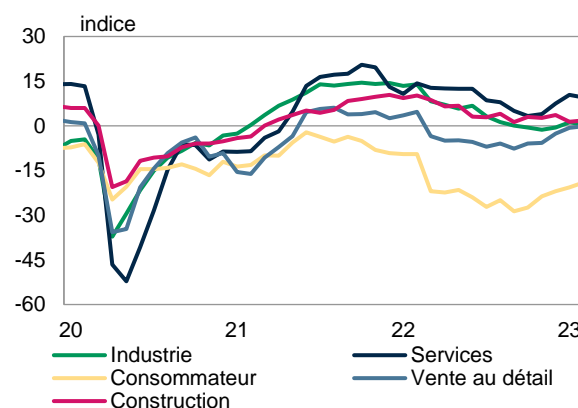
Du côté des ménages, l'indice de confiance des consommateurs en zone euro a continué de progresser, atteignant son plus haut niveau depuis mars 2022, à -19,0 points en février contre un plus bas historique de -28,7 en septembre 2022. Plus spécifiquement, les consommateurs perçoivent une nette amélioration de l'environnement économique global et de leur situation financière passée et future, stimulant leurs anticipations d'achats importants. Ce regain de confiance concerne l'ensemble des principaux pays de la zone euro à l'exception de la France où l'indice perd 1,0 point sur un mois, tiré par une situation financière jugée plus défavorable par les consommateurs de l'Hexagone.

Par ailleurs, les craintes des consommateurs quant à la dégradation des conditions sur le marché du travail continuent de se dissiper, avec une diminution des anticipations de chômage. L'indicateur d'emploi affiche cependant un léger repli (-0,3 point), principalement guidé par la détérioration des anticipations d'emploi dans l'industrie et les services tandis que celles dans les ventes au détail et la construction s'améliorent à court terme. Les anticipations d'emploi dans la construction masquent toutefois une hétérogénéité au sein de la zone, la nette amélioration des anticipations en

Espagne ayant largement compensé la détérioration des autres grands pays de la zone.

Finalement, les anticipations de prix des agents semblent intégrer la dynamique de ralentissement des prix, observable depuis le mois d'octobre en zone euro. En effet, les soldes d'opinions des enquêtes illustrent une baisse des anticipations du prix de vente dans l'industrie, les services, le commerce de détail et la construction. À l'exception de la France et de l'Espagne, les consommateurs des principaux pays de la zone anticipent une moindre hausse des prix à plus long terme.

**UEM : indicateurs de confiance**



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

**Notre opinion** – Les derniers indicateurs d'enquêtes suggèrent un léger essoufflement de l'activité en zone euro, avec des évolutions plutôt contrastées par pays et par secteur. Alors que le sentiment économique se redresse dans le commerce de détail et la construction, il se replie dans l'industrie et les services, tiré par une demande relativement atone. La confiance des ménages continue de s'améliorer mais reste à un niveau faible.



## Pays émergents

### Amérique latine

#### Brésil : spéculations manifestes et satisfecit discret

La croissance (2,9% en 2022 après 4,6% en 2021) a mieux résisté qu'anticipé grâce au dynamisme de la consommation des ménages et des exportations (hausse respectives de 4,3% et 5,5%). Alors que l'inflation menace de s'installer sur un plateau trop élevé pour autoriser un desserrement monétaire, l'activité envoie désormais des signes de fléchissement (baisse du rythme trimestriel de croissance, des créations nettes d'emplois, progression ralentie du crédit). Le centre de la scène continue cependant d'être, évidemment, occupé par les spéculations sur les finances publiques et, à court terme, par les doutes sur la capacité du gouvernement à réduire le déficit public conformément au plan présenté en janvier (économies estimées officiellement à 2,4% du PIB en 2023). Les marchés anticipent<sup>1</sup> une détérioration assez sensible avec des déficits primaire et total de, respectivement, 1% et 7,85% du PIB couplés à une dette publique nette de 61,2% du PIB<sup>2</sup>. Quant au « consensus », ses prévisions s'étagent de 5,8% à 10,9% du PIB pour tabler sur un déficit total moyen de 8,1% en 2023.

Ces prévisions peuvent légitimement inquiéter en particulier tant qu'un nouvel ancrage budgétaire n'a pas été élaboré. Noyé dans une étude aussi intéressante que dense de la BID (déjà évoquée<sup>3</sup>), le satisfecit décerné au Brésil pour la gestion de sa dette publique mérite cependant d'être noté. Comme l'indique l'étude, le Secrétariat national du Trésor a commencé à « moderniser » la gestion de la dette dans les années 1990, en créant une entité dédiée. Le processus s'est poursuivi au début des années 2000 avec pour objectifs d'approfondir les marchés obligataires domestiques, d'augmenter la maturité moyenne et d'améliorer la composition.

Aidé par des réformes fiscales visant à faciliter les transactions financières à long terme, le placement de titres indexés sur l'inflation auprès d'investisseurs institutionnels (fonds de pension) a permis au Trésor d'augmenter la maturité moyenne en émettant sur le marché intérieur des obligations pouvant atteindre jusqu'à 40 ans. De même, la simplification de la réglementation et les exonérations fiscales ont contribué à attirer les investisseurs étrangers. Ces

derniers privilégiant les échéances plus longues, le Trésor a émis de la dette intérieure à plus long terme (taux fixe, coupons semestriels, échéances allant jusqu'à 10 ans). La part de la dette intérieure détenue par les non-résidents (2% en 2007) s'est ainsi redressée jusqu'à culminer à 24% en 2015. La crise de 2014-2015 (scandale Odebrecht, Petrobras, récession, dégradation rapide des comptes publics, appréciation du dollar contre real de près de 70% en deux ans) a calmé cet enthousiasme et la part des non-résidents atteint désormais un peu moins de 10%. Compte tenu de la réduction de la dette intérieure liée au dollar et de la dette en devises (pourtant intéressante car moins onéreuse et plus longue), le risque de change a pratiquement été éliminé (part de la dette en devises à 12,3% de la dette totale en janvier 2023 contre un peu moins de 20% mi-2015). Par ailleurs, le Trésor a mis en œuvre des réformes visant à accroître la liquidité, notamment par la concentration des échéances sur l'ensemble des instruments de dette publique afin de simplifier le pool de titres de créance et de faciliter leur couplage avec d'autres instruments financiers standard. Ce regroupement a créé un risque de refinancement qui a été compensé par le maintien d'une réserve de liquidité (ou « coussin de dette ») et une gestion plus active du passif avec des échanges et des rachats fréquents de titres de créance. En décembre 2022, la réserve de liquidité couvrait 8,4 mois d'échéances de dette.

En dépit de la forte augmentation de la dette, le coût du service de la dette a été maintenu dans une fourchette qualifiée de raisonnable. Après la crise de 2014-2015, aidé par le reflux des taux d'intérêt mondiaux et domestiques (recul de l'inflation et baisse du Selic), le taux d'intérêt implicite sur la dette totale est ainsi passé d'un pic à 13,5% mi-2016 à moins de 6% en mars 2021. Depuis ce creux, il s'est évidemment redressé (11% en janvier 2023). Si le profil de la dette s'est amélioré, la dette à court terme (part de la dette arrivant à échéance dans 12 mois) reste néanmoins relativement élevée par rapport au « benchmark » (20%) ou aux pays pairs<sup>4</sup>. La moindre dépendance à la dette extérieure et aux non-résidents a contribué à la diminution de la

<sup>1</sup> *Market Readout, Market expectations*, Banco Central do Brasil, 24 février 2023.

<sup>2</sup> Ces anticipations sont à rapprocher d'un excédent primaire légèrement inférieur à 1,3% du PIB, d'un déficit total de 4,7% du PIB et d'une dette nette (gouvernement fédéral, sécurité sociale, États et municipalités) à 57,5% du PIB en 2022.

<sup>3</sup> *“Dealing with Debt: Less Risk for More Growth in Latin America and the Caribbean”*, Andrew Powell, Oscar Valencia, Inter-American Development Bank, January 2023.

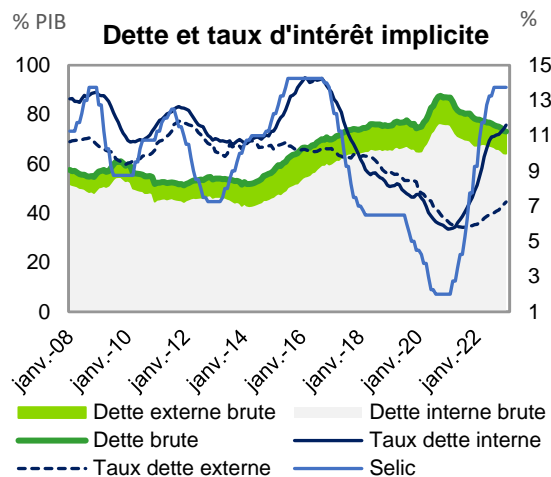
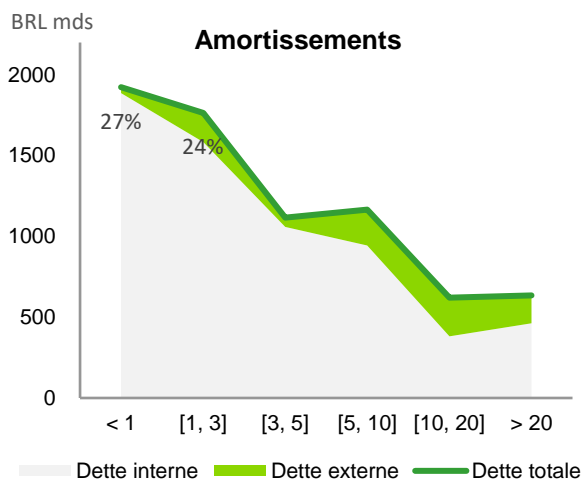
<sup>4</sup> Dans son rapport (*Annual Borrowing Plan 2023*), le Trésor note qu'avec une dette fédérale autour de 60% du PIB, le service de

la dette courte équivaut à environ 12% du PIB (dans un contexte de déficits primaires, la quasi-totalité de la dette est refinancée annuellement). Sur un échantillon de 21 économies émergentes en 2021, la dette courte du gouvernement central était en moyenne de 7,3% du PIB dans les pays ayant une notation *Investment Grade* (Kazakhstan, Chili, Chine, Croatie, Philippines, Hongrie, Inde, Indonésie, Malaisie, Mexique, Qatar, Roumanie et Thaïlande) et de 9,8% du PIB dans les pays à notation *Speculative Grade* (Afrique du Sud, Colombie, Égypte, Jordanie, Maroc, Nigéria, Pakistan et Turquie).

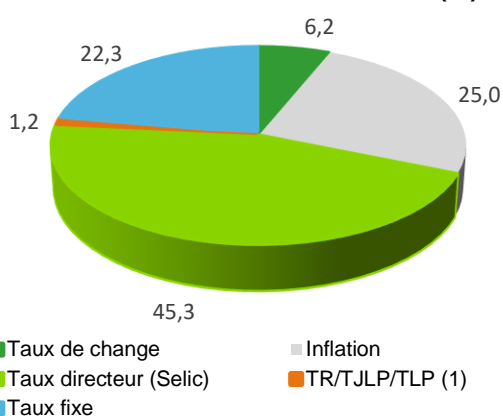
duration moyenne. Des progrès en termes d'augmentation de celle-ci sur le marché domestique restent donc à accomplir mais l'étude note qu'« une

gestion plus rigoureuse de la dette au Brésil et une meilleure composition de la dette ont aidé le pays à faire face à une série de chocs graves ».

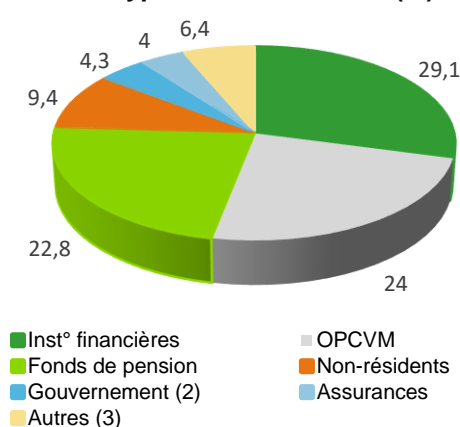
### Brésil – Dette publique brute (déc. 2022, %)



### Taux et facteurs d'indexation (%)



### Types d'investisseurs (%)



- (1) Taux spécifiques (ou ne portant pas intérêt ; dette sécurisée, dette bancaire, BNDES, etc.)  
 (2) Fonds et ressources gérés par le gouvernement fédéral (FAT, FGTS etc.)  
 (3) Clients individuels résidents (dont portefeuilles des entreprises)

Sources : Trésor, BCB, Crédit Agricole SA/ECO



## Moyen-Orient et Afrique du Nord

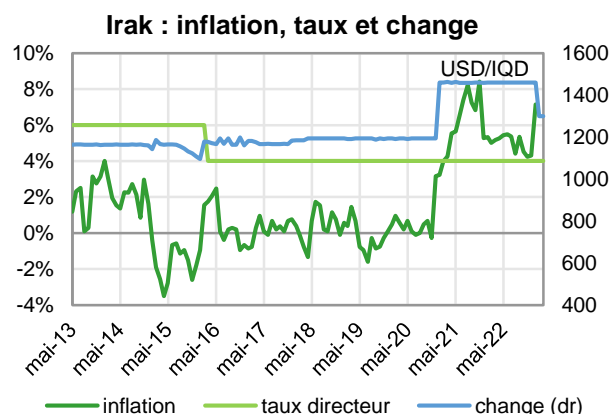
### Irak : une réévaluation du dinar de 12% pour lutter contre l'inflation

Le régime de change de l'Irak est celui d'un pays qui tente de maintenir une parité de change du dinar au dollar américain mais qui connaît régulièrement des décrochages brutaux lorsque les déséquilibres de la balance des paiements sont trop élevés. Ceux-ci provoquent un ajustement de la parité lors de brutales dévaluations décidées par la Banque centrale (CBI). Après avoir dévalué de 22% la parité du dinar début 2021 en raison des tensions sur la balance des paiements, la CBI vient de réévaluer la devise de 12% à 1 300 par USD.

Le but de cet ajustement monétaire est de lutter contre l'inflation importée et donc de protéger le pouvoir d'achat des ménages irakiens. Le pays importe effectivement une très grande partie de ses biens de consommation mais sa balance commerciale est très largement excédentaire compte tenu de ses exportations d'hydrocarbures.

En fait, la raréfaction de la disponibilité du dollar par des contrôles accrus de la CBI ont provoqué l'apparition d'un marché noir local, au moment où l'inflation

a progressé à 7,2% en janvier. Ce qui a provoqué des tensions sociales en raison de la hausse des prix des produits importés.



**✓ Notre opinion** – Ce mouvement ne devrait faire disparaître le marché noir que si l'offre de dollar se redresse dans les prochaines semaines. Il pourrait, par ailleurs, effectivement provoquer une baisse supplémentaire de l'inflation par rapport aux prévisions initiales (d'environ 4% pour l'année 2023) et sans doute apaiser le mécontentement de la population. L'impact sera, en revanche, négatif sur la balance des paiements car il devrait légèrement détériorer le solde courant. Mais les marges de manœuvre de la CBI sont élevées compte tenu d'excédents courants estimés à 15% du PIB en 2022 et plus de 10% en 2023.

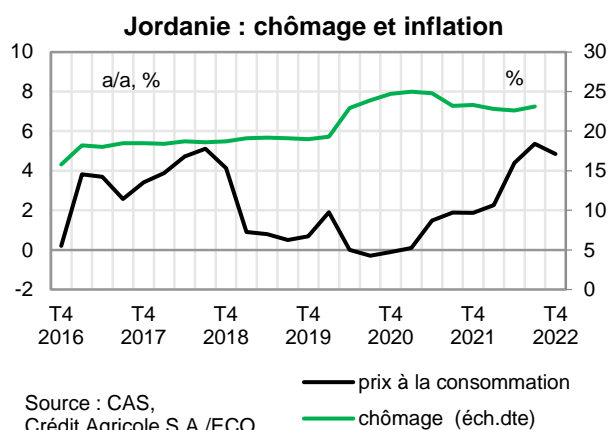
### Jordanie : le chômage élevé et l'inflation alimentent les tensions sociales

L'inflation en Jordanie a progressé de 1,3% en 2021 à 4,2% en moyenne en 2022. Malgré une baisse à 4,2% en décembre, ce niveau est élevé pour le pays qui subit, comme l'ensemble des pays non producteurs de pétrole de la région, la hausse du prix des hydrocarbures et celle des produits alimentaires importés. L'inflation devrait toutefois s'apaiser un peu à 3,5% en 2023.

Par ailleurs, sur le plan social, la situation reste tendue : le chômage ne baisse que très peu depuis le pic à 25% en 2020 au plus fort de la pandémie. Il reste au niveau très préoccupant de 23,2% à fin septembre 2022 en raison des crises successives qui frappent le pays. Il est d'environ le double pour le chômage des jeunes, c'est-à-dire qu'un jeune sur deux n'a pas d'emploi. Avec une croissance du PIB estimée à 2,5% en 2023, le chômage ne devrait pas baisser significativement au cours des prochains trimestres. La situation économique est donc bien celle d'une stagflation, la plus dangereuse socialement.

Mi-décembre dernier, des manifestations ont éclaté dans de nombreuses villes, la population s'étant soulevée contre la hausse du prix de l'essence. En réponse, le gouvernement a promis des dépenses pour améliorer les infrastructures de transport.

La Jordanie est régulièrement le théâtre de fortes tensions sociales qui progressent depuis trois ans.



## Europe centrale et orientale, Asie centrale

### Ouzbékistan : là où se rencontrent la Chine et la Russie

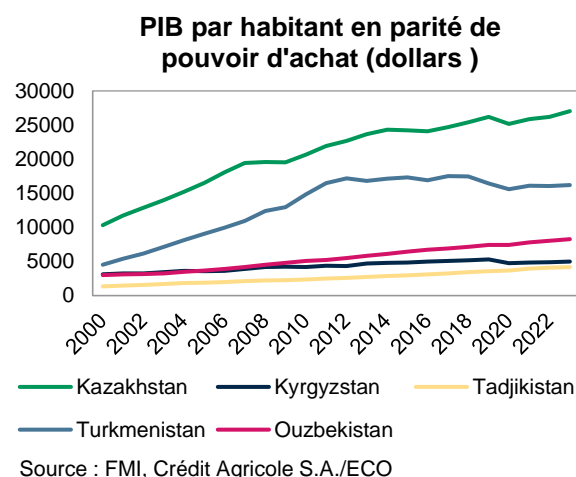
Sans surprise, les États-Unis s'intéressent à l'Asie centrale et c'est le chef de la diplomatie américaine lui-même, A. Blinken, qui vient y faire un voyage. Sans surprise, parce que la situation de la zone en fait un des endroits très stratégiques du monde en ce moment <sup>5</sup>. Blinken est arrivé avec une cagnotte en hausse (48,9 millions USD d'aide contre 43,9 en 2021) notamment dédiée à des programmes « d'extension de la société civile » (indépendance du journalisme, de la justice, etc.) mais aussi à la lutte contre le terrorisme et la défense des frontières. Bien sûr, **A. Blinken a aussi dressé la feuille de route géopolitique pour un pays qui est au cœur de la grande bataille pour l'Eurasie, clé historique de la stratégie américaine. Cela se traduit pour l'instant par deux objectifs : ne pas laisser de voie de sortie économique à la Russie par le sud, et ne pas laisser l'axe russo-chinois se former.**

**A. Blinken a donc évoqué le sujet des sanctions secondaires lors de son voyage, et c'est un des thèmes qui va représenter le plus de risque, à court terme, pour les investisseurs étrangers dans cette zone : le périmètre des sanctions secondaires est difficile à définir, et les règles de *compliance* sont donc tout aussi difficiles à établir. En fait, plus la guerre se prolonge, plus il va être délicat pour l'Ouzbékistan (et pour beaucoup d'autres !) de se maintenir dans l'ambiguïté géopolitique qui consiste à condamner le conflit sans condamner la Russie. Les États-Unis ont donc dressé une liste de dix-huit pays de transit dits « à risque » parmi lesquels le Kazakhstan, l'Ouzbékistan, le Kirghizstan et le Tadjikistan. Enfin, A. Blinken a profité de sa visite pour saluer les réformes du président Mirziyoyev. Il faut rappeler que lorsque ce dernier a pris le pouvoir, en 2016, le pays sortait d'une longue période d'enfermement économique (basé sur un programme de substitutions aux importations). Le nouveau président a effectivement changé le profil de cette économie en libérant le taux de change et en entamant des privatisations mais tout est relatif : la tradition autocratique se prolonge. En témoignent tristement une quarantaine de morts civils l'été dernier, dans la région autonome du Karakalpakstan, dont le gouvernement a tenté de réformer le statut.**

### Un profil marqué par la question démographique

En somme, **l'Ouzbékistan n'a commencé sa transition vers l'économie de marché qu'en 2016**. C'est avec ce prisme qu'il faut analyser les chocs du Covid puis de la guerre. En gardant aussi en tête les caractéristiques structurelles : avec 34,2 millions d'habitants, **ce pays concentre la**

**moitié de la population d'Asie centrale, et est aussi le plus jeune, avec 60% de la population à moins de 30 ans**. C'est donc un État confronté à toutes les difficultés d'une urbanisation et d'une croissance démographique rapide – d'autant que l'afflux de 400 000 Russes a fait bondir les loyers. C'est enfin un pays pauvre, où l'inflation élevée depuis plusieurs années (11,3% a/a en 2022) impose à l'État un soutien des foyers les plus démunis (d'où un déficit budgétaire de l'ordre de -4% du PIB). Les questions d'insécurité alimentaire et hydrique ne sont donc jamais bien loin. En novembre dernier, un accord portant sur un échange entre des terres d'une part, et le réservoir de Kempir Abad, d'autre part, a provoqué la fureur de la population kirghize. **En fait, dans toute la région, la gestion des ressources et des frontières reste un sujet éruptif et la guerre en Ukraine n'a rien arrangé, pas plus que le voisinage inquiétant de l'Afghanistan.**



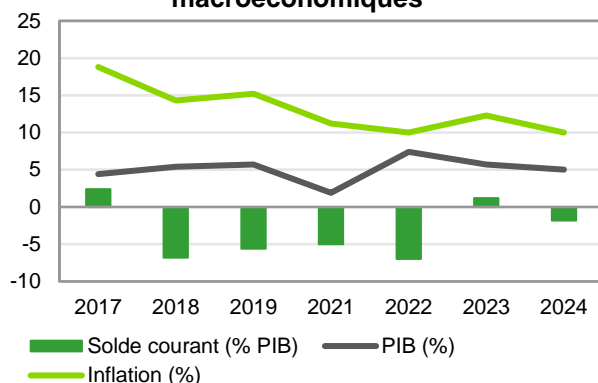
### Une année 2022 bien meilleure que prévu

En fait, l'impact économique des chocs externes a été limité en 2022, avec un taux de croissance du PIB de l'ordre de 5,5%. Par ailleurs, les ratios souverains restent corrects, que ce soit au niveau de la solvabilité (la dette publique est de 40,4% du PIB) ou de la liquidité (des réserves à 5 mois d'importations en décembre dernier). Dans les deux ans, la croissance pourrait un peu se détériorer à cause des effets de l'inflation sur les revenus, mais sans devenir une alerte conjoncturelle. Finalement, ce sont les questions structurelles qui sont problématiques, notamment la capacité à affronter une transition climatique rude, avec d'énormes chaleurs estivales. Cela impose des évolutions du profil de production et le gouvernement essaie de sortir d'une dépendance à la culture du coton (8<sup>e</sup> producteur

<sup>5</sup> cf. l'article « Kazakhstan : la fin du rêve eurasiatique de Poutine ? » paru dans la publication [Monde – L'actualité de la semaine](#), 17 février 2023.

mondial) qui épuise les ressources en eau (en 2021, 27% de son PIB provenait de l'agriculture, de l'exploitation forestière et de la pêche).

Ouzbékistan : données macroéconomiques



Sources : Moody's, Crédit Agricole S.A./ECO

**En 2022, la bonne surprise conjoncturelle s'explique surtout par les comptes extérieurs, en léger excédent courant (1,2% du PIB contre -7 en 2021).** Les exportations ont augmenté grâce à une demande et des prix élevés pour l'or, le cuivre, ou le gaz (qui ne représente plus, cependant, que 5% des ventes totales contre 22% en 2018). L'industrie minière ouzbèke produit aussi quelques ressources stratégiques, comme l'argent ou l'uranium. Par ailleurs, les exportations de coton (14% du total) ont été facilitées par la levée, en mai dernier, d'un boycott américain, maintenu depuis neuf ans, qui dénonçait le travail forcé dans les champs. **Un autre facteur très inattendu est venu soutenir les comptes extérieurs ouzbèks : selon Moody's, les revenus des travailleurs en Russie ont augmenté** (ils représentent à peu près 12% du PIB). Même si certains Ouzbèks sont rentrés au pays, les envois financiers ont profité de l'appréciation du rouble. La morale de l'histoire est double : d'une part, Tashkent a bénéficié du travail de stabilisation de la Banque centrale russe ; d'autre part, le FMI (qui tablait sur une baisse des transferts) sous-estime le facteur humain. Comme pendant le Covid, les gens envoient plus d'argent chez eux quand la situation globale est tendue : ces flux ne sont pas corrélés avec l'économie, mais avec le sens de la famille.

### La géopolitique ouvre des opportunités de diversification des échanges

Les premiers partenaires commerciaux sont encore la Russie et la Chine, mais le pays veut se diversifier. Ainsi, un accord de partenariat a été signé **avec l'Union européenne**, et en novembre, le premier sommet entre l'UE et l'Asie centrale a eu lieu à Samarkand, concrétisant le Global Gateway qui est la réponse européenne à la Nouvelle Route de la soie chinoise. Le trafic aérien a augmenté de 36% en 2022 entre l'Europe et l'Ouzbékistan. **Avec la Turquie**, un accord de coopération militaire a été

négocié et Ankara dispose depuis 2021 de sa propre institution régionale, l'Organisation des États turques. **Enfin, surtout, les échanges intra-zones augmentent, les pays d'Asie centrale cherchant des solutions de proximité pour leur sécurité alimentaire et énergétique.** Avec le Kazakhstan, les échanges sur les produits agricoles ont augmenté de 31% sur les dix premiers mois de 2022. Les Kazakhs vendent du blé, de l'huile de tournesol, de la farine et de la viande, les Ouzbèks, des fruits et légumes. Avec le Turkménistan, des collaborations énergétiques se dessinent. **Pour la Russie, l'énergie et pour la Chine, la coopération industrielle ?**

**La question gazière est d'autant plus importante que l'approvisionnement est insuffisant**, au point que l'Ouzbékistan a réduit ses exportations vers la Chine, afin de stopper la colère d'une population confrontée à des coupures de chauffage. Une feuille de route de coopération gazière avec Gazprom a donc été signée en janvier 2023. En fait, les échanges économiques avec la Russie restent essentiels et les liens historiques importants, portés par une pratique du russe et une minorité qui représentait déjà 5% de la population ouzbèke, et qui vient d'être gonflée par les Russes fuyant la guerre (dont beaucoup d'informaticiens qui peuvent être une source de modernisation). À cela, ajoutons une hausse du tourisme russe. Rien d'étonnant, donc, à la signature en septembre 2022 d'un partenariat stratégique avec la Russie. Face à cela, la Chine a des cartes à jouer. Elle est la première source d'investissements étrangers devant la Russie, et est devenue un des fournisseurs d'armes de l'Ouzbékistan. Dans le secteur automobile, le producteur chinois de voitures électriques BYD a établi un partenariat avec Uzauto motors (ironie du sort, elle s'appelait à l'origine General Motors Uzbekistan), qui emploie 27 000 personnes. BYD cherche à faire du pays une plateforme de fabrication de cars électriques. Pendant le 1er forum de la Chine avec les cinq pays d'Asie centrale, en 2022, une enveloppe globale de 20 Mds USD a été adoptée pour des projets dans la métallurgie, la chimie (une usine de fertilisants est en construction en Ouzbékistan, avec l'aide des Japonais), la médecine. Enfin, de nouveaux projets ferroviaires sont développés par Pékin. En fait, la Chine semble résolue à développer dans cette zone ce qu'elle appelle un « village global », en cherchant à mieux articuler ses actions avec les programmes de développement locaux, changement d'orientation résumé par « l'Initiative de destinée commune » à laquelle l'Ouzbékistan a adhéré. Espérons pour les Ouzbèks qu'ils arrivent ainsi à se maintenir sur la ligne de crête géopolitique de plus en plus étroite entre États-Unis, Russie et Chine.

## Afrique sub-saharienne

### Nigeria : le nouveau président saura-t-il sortir son pays du tunnel ?

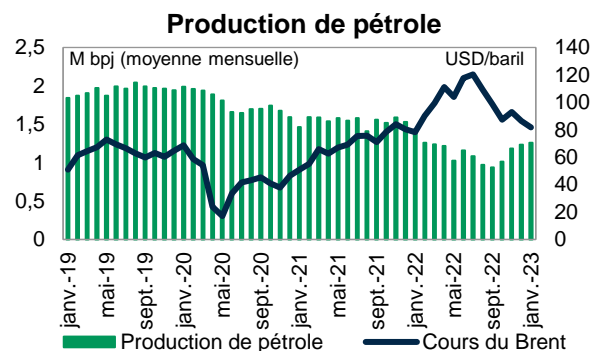
Alors que le Nigeria est habitué à des élections présidentielles opposant les deux principaux partis du pays – le Congrès des progressistes (APC) et le Parti démocratique populaire (PDP) –, la campagne présidentielle de 2023 a vu émerger un nouveau candidat, un « outsider », présenté par le Parti travailliste (LP). Le 25 février, les Nigériens étaient alors invités aux urnes pour élire leur nouveau dirigeant entre trois principaux candidats : Bola Tinubu (APC), Atiku Abubakar (PDP) et Peter Obi (LP). Bola Tinubu était le candidat favori et a été déclaré vainqueur dès le premier tour avec 35% des voix (contre 29% et 25% pour ses opposants), succédant ainsi à Muhammadu Buhari du même parti. En plus de la majorité simple au suffrage universel, il devait aussi obtenir 25% des voix dans au moins deux tiers des trente-six États du pays ainsi que dans le territoire de la capitale Abuja, condition qu'il remplit avec succès.

Bola Tinubu est un homme politique âgé de soixante-dix ans qui a gouverné l'État de Lagos, le plus peuplé du Nigeria, entre 1999 et 2007. Son programme s'articule autour de la diversification de l'économie pour que celle-ci soit moins dépendante de la manne pétrolière, la lutte contre l'insécurité endémique ou encore l'industrialisation et l'innovation technologique.

Mais le chantier qui attend Bola Tinubu est immense et bien plus complexe. Il doit faire ses preuves alors que son prédécesseur se retire laissant derrière lui un peuple déçu et avec de grands espoirs de voir leur pays se redresser. Le Nigeria, première économie africaine et pays le plus peuplé du continent, est en proie à une myriade de défis économiques et sécuritaires. D'un point de vue sécuritaire, le Nigeria est confronté depuis 2009 à l'insurrection du groupe armé djihadiste Boko Haram, particulièrement présent dans le nord du pays. L'expansion de ce groupe terroriste est fortement soutenue par la montée de la criminalité due à une pauvreté croissante et les conflits locaux que le gouvernement peine à contenir, tels que les affrontements meurtriers entre les agriculteurs et les éleveurs pour les ressources en eau, et en nourriture.

Du point de vue économique, l'économie nigérienne est à genoux. Elle a subi le choc de la crise sanitaire en 2020 et les retombées de la guerre en Ukraine en 2022, alors qu'elle était encore marquée par les stigmates du choc pétrolier de 2014. La croissance s'en est trouvée durablement affectée et a fortement ralenti depuis. Elle est passée de 6,8% en moyenne sur la période 2007-2014 à 1,1% en moyenne sur la période 2015-2021, un niveau bien inférieur à l'accroissement démographique de 2,5% en

moyenne par an. Après le rebond modéré de 3,6% en 2021, l'activité ralentit en 2022 à +3,1% à cause d'un environnement extérieur défavorable et surtout du ralentissement de la production de pétrole, qui ne peut être qu'une calamité pour un pays rentier comme le Nigeria. En effet, malgré un contexte favorable de hausse des cours du pétrole, le Nigeria n'a pas su en tirer profit. La baisse importante de la production d'or noir observée en 2022 (-42% par rapport à la production moyenne en 2019) et la multiplication des vols dans la région pétrolière du delta du Niger ont affaibli la position extérieure du pays et ont réduit ses recettes pétrolières. On observe ainsi une contraction des réserves de change qui enregistrent leur plus bas niveau depuis octobre 2021, à 36,7 Mds USD (soit environ 8 mois d'importations), ce qui s'expliquerait également par l'intervention de la banque centrale nigérienne sur le marché des changes pour stabiliser le naira. Face au dollar, ce dernier s'est déprécié de 8% entre janvier 2023 et décembre 2022.



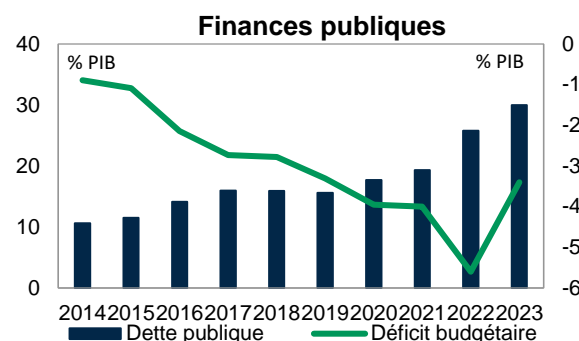
En outre, depuis le choc pétrolier de 2014, le déficit budgétaire du Nigeria n'a fait que se creuser (il est passé de -0,89% du PIB cette année-là à -5,6% du PIB en 2022), ce qui témoigne de la fragilité structurelle des finances publiques, dépendantes des recettes pétrolières, malgré leur baisse à 10% des recettes budgétaires en 2022. Par ailleurs, les revenus fiscaux ne représentent que 7% du PIB, bien inférieurs à la moyenne de 15% en Afrique sub-saharienne. Les perspectives sont moroses pour la balance budgétaire (qui devrait se contracter), dont le déficit devrait s'accroître davantage cette année. Même si B. Tinubu aspire à consolider le budget de l'État en supprimant les subventions sur le carburant qui absorbent une partie du budget (25%), la mise en œuvre de cette mesure prendra probablement du temps à cause de contraintes sociales et institutionnelles importantes, et notamment d'une inflation à deux chiffres (21,8% en janvier en g.a.). C'est alors sur la base de ces constats que l'agence de notation Moody's a abaissé la note du Nigeria à Caa1.



D'un autre côté, le niveau d'endettement du Nigeria, bien qu'en hausse ces dernières années, reste plutôt modéré. La dette publique s'élevait, en 2022, à 28% du PIB (contre 15,6% en 2019), bien en dessous du seuil d'alerte de 50% du PIB généralement admis pour les pays émergents. Néanmoins, le service de la dette domestique est source d'inquiétudes et représente 90% des recettes budgétaires. Cela s'explique principalement par une hausse des charges d'intérêt et les nouveaux emprunts contractés par l'État pour financer son déficit. La soutenabilité de la dette s'en trouve compromise, surtout dans un contexte de resserrement des conditions de financement internationales.

Enfin, outre les difficultés mentionnées ci-dessus, une pénurie de liquidités vient s'ajouter à la liste. En octobre 2022, dans une tentative de renforcer sa politique monétaire, la banque centrale nigériane (CBN) a décidé de changer tous les billets de banque. Cette initiative vise à réduire la quantité de monnaie en circulation pour contrer l'inflation et lutter contre le blanchiment d'argent et l'économie

informelle. Elle aspire également à favoriser les transactions numériques et encourager l'inclusion financière. Or, depuis l'introduction des nouveaux billets à la fin de l'année 2022, le Nigeria est gagné par des manifestations de colère. L'objectif de la politique est atteint, il y a désormais moins d'argent liquide qui circule. Seul problème, il n'y a pas assez de nouveaux billets émis, provoquant dès lors la frustration de la population.



✓ **Notre opinion** – En 2023, l'économie nigériane pâtira d'un prix du pétrole moins onéreux, des défis sécuritaires et des inondations de 2022 qui affecteront les productions agricoles et exacerberont l'insécurité alimentaire. La croissance sera modeste (2,9%), selon la Banque mondiale.

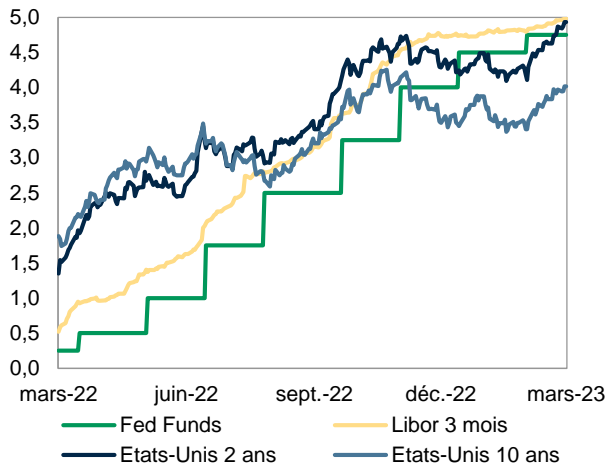
La communauté internationale sera également attentive à cette première année de présidence de B. Tinubu et à sa gestion des nombreux défis dont il hérite.



## Tendances à suivre

### Taux d'intérêt en dollar américain

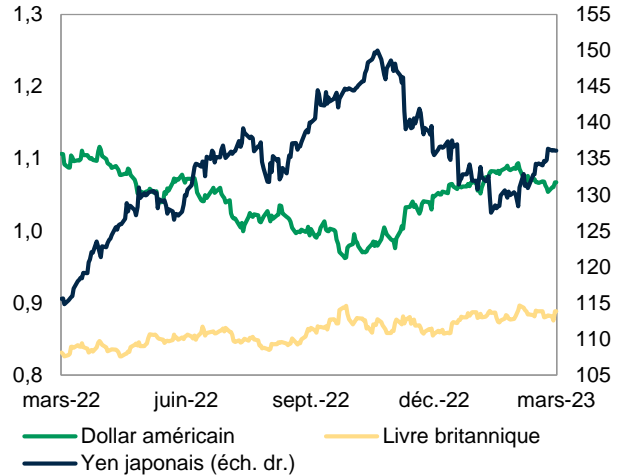
%, interbancaire (Londres) et souverains (États-Unis)



Source : Thomson Reuters

### Taux de change des principales devises

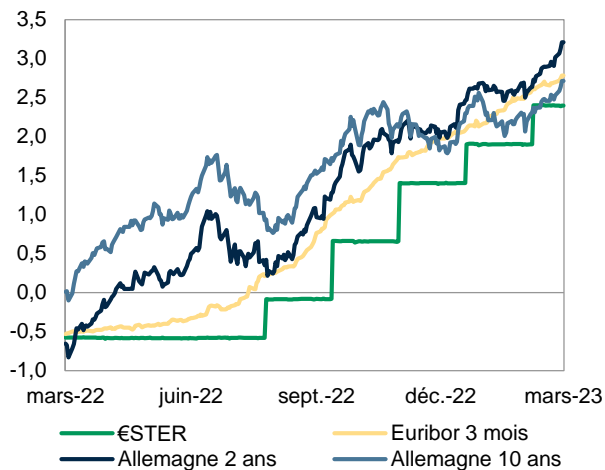
EUR/USD, EUR/GBP et USD/JPY



Source : Thomson Reuters

### Taux d'intérêt en euro

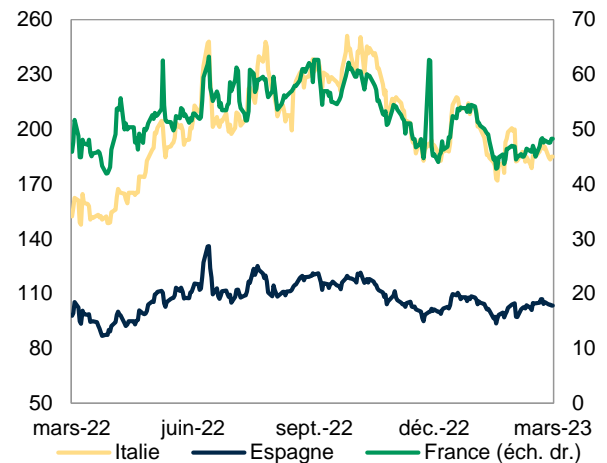
%, interbancaires (Londres) et souverains (Allemagne)



Source : Thomson Reuters

### Spreads souverains européens avec le Bund

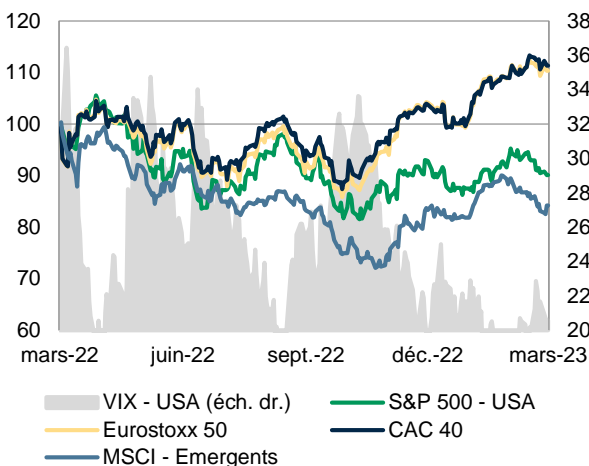
Pdb, dette en EUR à dix ans



Source : Thomson Reuters

### Marché actions

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



Source : Thomson Reuters

### Cours de l'once d'or

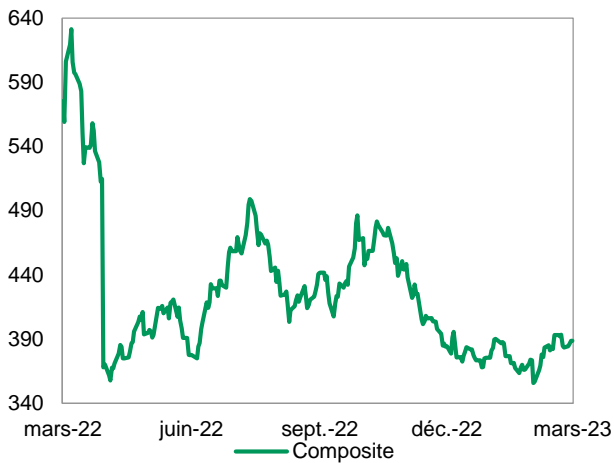
USD/Once troy (Londres)



Source : Thomson Reuters

### Spreads souverains émergents avec le T-Bond

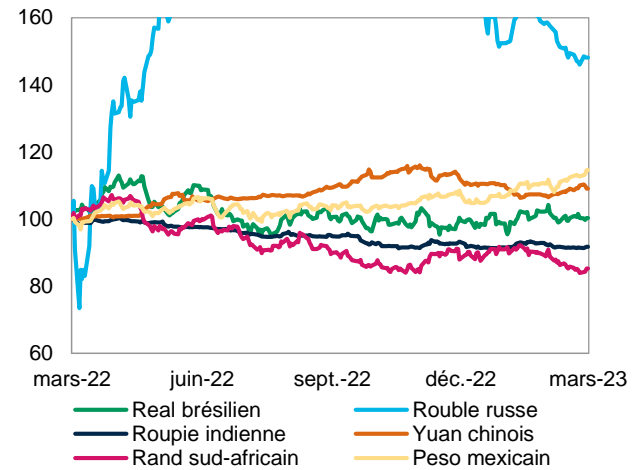
Indices EMBI+ (pdb, dette en USD de plus d'un an)



Source : JP Morgan

### Devises émergentes

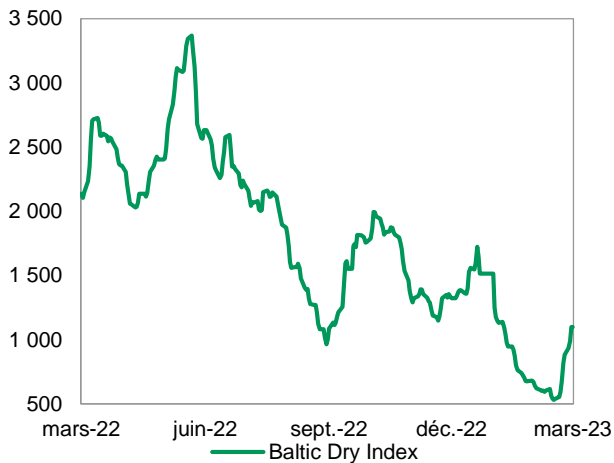
/USD (indice 100 = début de période)



Source : Thomson Reuters

### Coût du transport maritime de vrac sec

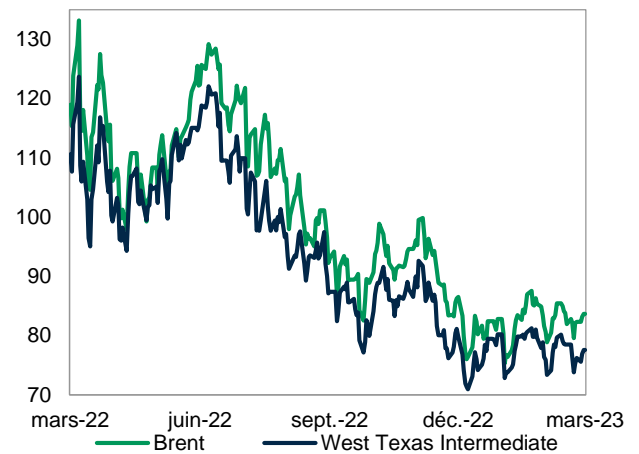
Baltic Dry Index (USD/point)



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](#)

02/03/2023	<a href="#">La stratégie industrielle de l'Europe face à l'Inflation Reduction Act</a>	Europe, Industrie
01/03/2023	<a href="#">Amérique latine – Panorama des dettes publiques</a>	Amérique latine
28/02/2023	<a href="#">Royaume-Uni : forte amélioration des indices PMI en février</a>	Royaume-Uni
28/02/2023	<a href="#">Israël – Une économie en bonne santé en dépit du politique</a>	Israël
27/02/2023	<a href="#">La Corée du Sud rattrapée par le déclin démographique</a>	Corée du Sud
24/03/2022	<a href="#">Monde – L'actualité de la semaine</a>	Monde
23/03/2022	<a href="#">Entre sécurité nationale et réouverture, Hong Kong cherche encore sa nouvelle voie</a>	Asie
22/02/2023	<a href="#">Brésil – Dans l'attente de nouveaux ancrages</a>	Amérique latine
21/02/2023	<a href="#">Arabie saoudite – Après la très bonne année 2022, comment se présente l'année 2023 ?</a>	Arabie saoudite
20/02/2023	<a href="#">Monde – L'actualité de la semaine</a>	Monde
15/02/2023	<a href="#">Afrique du Nord – Libye : très peu d'espoir de réunification, un pays indéfiniment failli ?</a>	Afrique du Nord
13/02/2023	<a href="#">ECO Tour 2023 : état de l'économie française secteur par secteur</a>	France
13/02/2023	<a href="#">Royaume-Uni – La récession évitée de justesse avec une croissance nulle au T4 2022</a>	Royaume-Uni

### 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, 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 BENSARD

**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](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.