

Perspectives

Hebdomadaire – N°23/088 – 24 mars 2023

MONDE – L'actualité de la semaine

☞ Une contagion limitée mais des investisseurs toujours soucieux !	2
☞ Zone euro : l'activité stagne dans l'industrie, mais est en forte expansion dans les services en mars	3
☞ Zone euro : les ventes de véhicules neufs se tassent un peu plus au mois de février	3
☞ Italie : lancement du chantier de la réforme fiscale	4
☞ Banque d'Angleterre : la fin du resserrement ?	6
☞ Thaïlande : après la dissolution de l'Assemblée nationale, le spectre de la crise politique plane de nouveau	8
☞ Koweït : annulation des élections	10
☞ Iran : uranium enrichi proche du pourcentage militaire.....	10
☞ Moyen-Orient – Afrique du Nord : début du Ramadan dans un contexte inflationniste	10
☞ Slovénie : entre résilience et fragilisation	11
☞ Afrique du Sud : une fin d'année peu réjouissante	12

👉 Une contagion limitée mais des investisseurs toujours soucieux !

Les marchés financiers ont connu un relatif retour au calme après la déroute la semaine dernière de plusieurs banques régionales américaines. En Europe, le rachat de *Crédit Suisse* par *UBS* a permis de limiter les effets de contagion et de perte de confiance. Des deux côtés de l'Atlantique, les banquiers centraux et les régulateurs bancaires ont coopéré étroitement pour stabiliser le système financier et éloigner le spectre de la crise de 2008, assénant au passage que le secteur bancaire était plus résilient, les banques mieux capitalisées et que le soutien à la liquidité ne manquerait pas en cas de besoin.

Aux États-Unis, la fragilité des banques régionales s'est cristallisée sur le cas toujours préoccupant de la banque *First Republic* qui a déjà reçu des injections conséquentes de fonds des institutions financières mais dont le sort ne semble pas encore fixé. Son cours de bourse a en effet continué de chuter (-46% sur la semaine) après la dégradation de sa notation en catégorie spéculative par S&P. Parallèlement, la *Federal Deposit Insurance Corporation* (FDIC) a décidé du démantèlement de la *Silicon Valley Bank* pour une mise aux enchères séparée des activités de banque de dépôts traditionnelle et de celles de banque privée. De son côté, la Fed a dû composer avec la nécessité de stabiliser le système financier et de maintenir son objectif de maîtrise de l'inflation. Un choix cornélien puisqu'une nouvelle hausse des taux pourrait fragiliser davantage le secteur bancaire tandis qu'une pause aurait pu être interprétée comme l'évaluation d'une situation plus préoccupante que ce que les autorités voudraient bien admettre. L'utilisation des prêts d'urgence aux banques et institutions financières (*via* l'usage du « *discount window lending* ») s'est réduite à 110 Mds \$ (contre 153 Mds \$ une semaine plus tôt) mais les nouvelles facilités à plus long terme (« *Bank Term Funding Program* ») ont grimpé à 54 Mds \$ (contre 12 Mds \$), signalant que les injections de liquidités restaient encore massives à ce stade. À l'issue de la réunion du FOMC, la Réserve fédérale a finalement tranché pour une nouvelle hausse de taux de 25 points de base portant la fourchette-cible des *fed funds* à 4,75%-5%. Néanmoins, la Fed s'attend à ce que seulement « quelques hausses » de taux soient « peut-être » encore nécessaires, inscrivant ainsi un changement de tonalité dans son discours. La trajectoire de taux envisagée par les membres de la Fed n'a été modifiée que marginalement avec une estimation médiane stable à 5,1% en fin 2023 et une légère révision à la hausse à 4,3% pour 2024. Monsieur Powell a par ailleurs souligné que les récents événements sur le système bancaire avaient entraîné un resserrement des conditions de crédit équivalent à une hausse de taux.

En Europe, après plusieurs jours de tumultes sur fond de risque accru de faillite, le *Crédit Suisse* s'est fait racheter par la banque *UBS* dimanche dernier pour un montant de trois milliards de francs suisses. Une reprise qui a été facilitée par la banque centrale et le régulateur suisses qui ont en outre opéré un effacement des obligations bancaires convertibles dites « AT1 » (*additional tier one*) avec pour conséquence une perte sèche de 16 milliards de francs suisses pour les détenteurs de ces titres alors que les actionnaires de la banque n'enregistreront qu'une perte partielle de leur investissement, allant à l'encontre de la hiérarchie normale des créanciers. Pour rassurer les marchés financiers, la Banque centrale européenne a indiqué disposer des instruments nécessaires au soutien de la liquidité des banques de la zone euro en cas de besoin et les superviseurs bancaires ont pris soin de réaffirmer que les détenteurs de titres AT1 ne pourraient subir de pertes qu'après mise à contribution complète des actionnaires, contrairement à ce qui a été fait pour le *Crédit Suisse*. L'objectif étant de ne pas déplacer la vague de défiance vers cette classe d'actifs et risquer de fragiliser davantage le système bancaire.

De son côté, la Banque d'Angleterre a dû s'accommoder d'une nouvelle accélération de l'inflation à 10,4% (contre 10,1% en janvier) portée par la hausse des prix alimentaires et des boissons, alors que le consensus misait sur une baisse de l'indice des prix à 9,9%. Une déconvenue qui a sans doute pesé en faveur d'une hausse des taux limitée de 25 points de base, relevant le taux directeur à 4,25%.

Dans ce contexte, les marchés actions se sont redressés en début de semaine, portés par le sentiment que les difficultés du secteur bancaire étaient mieux circonscrites. L'Eurostoxx50 et le S&P500 ont ainsi gagné respectivement +1,8% et +0,8% pour revenir peu ou prou à leur niveau d'il y a deux semaines, avant l'onde de choc de *SVB*. Sur les marchés obligataires, les rendements des bons du Trésor américains et du Bund allemand à 10 ans se sont redressés temporairement avant de poursuivre leur chute, suggérant un cycle de hausse des taux plus étroit. Les primes de risques françaises, italiennes et espagnoles face au Bund allemand se sont réduites. La devise européenne s'est faiblement appréciée face au dollar (+0,7%). Enfin, le prix du baril de pétrole en mer du Nord a progressé de 2,2% avec en toile de fond la perspective d'une demande chinoise potentiellement plus soutenue qu'anticipé.

Zone euro

Zone euro : l'activité stagne dans l'industrie, mais est en forte expansion dans les services en mars

L'accélération de l'activité dans la zone euro au mois de mars marque le cinquième mois d'expansion après le creux connu en octobre. En témoigne la première estimation de l'indice PMI composite d'activité qui se situe à 54,1 points après 52 en février.

Production et commandes s'accroissent, ces dernières retrouvant leur niveau d'avant l'invasion de l'Ukraine. La demande étrangère est en revanche en contraction mais à un moindre rythme. Les perspectives futures de production s'améliorent toujours mais moins vite. Les intentions d'embauche se renforcent.

Cette performance globale cache néanmoins une nouvelle contraction dans le secteur manufacturier qui s'accroît après quatre mois de modération. L'indice PMI du secteur manufacturier est retombé à 47,1 points après 48,5 en février. L'industrie ne croît plus depuis le mois de juin 2022 et les commandes voient leur dégradation s'accroître à l'exception de celles en provenance de l'étranger. Les contraintes pesant sur l'offre se dénouent rapidement avec une réduction marquée des délais d'approvisionnement et une forte baisse de l'accumulation du travail en attente. Ceci répond aussi à une moindre demande d'intrants de la part des entreprises. Les stocks de produits finis se sont stabilisés depuis deux mois, après un semestre de réduction à partir des niveaux très élevés. Si cette baisse avait rendu le niveau des stocks plus cohérent avec l'état de la demande, l'affaiblissement des commandes permet d'anticiper des nouveaux déstockages à venir, qui pourraient peser sur la production future. Les perspectives de

production restent néanmoins positives même si leur rythme d'amélioration s'affaiblit.

indice **Industrie : ratio commandes/stocks**



Sources : Markit, PMI, Crédit Agricole S.A.

Moins de demandes et moins de contraintes d'offre se sont traduites par la première baisse du prix des intrants depuis l'été 2020 dans l'industrie. En revanche les prix de vente continuent de progresser, bien qu'à un moindre rythme, permettant encore la constitution des marges.

Cet écart, et la hausse des marges qui s'en suit, est d'autant plus important dans le secteur des services, où les prix des intrants n'ont fait que décélérer tirés par une activité qui continue de se renforcer. L'indice PMI des services se situe à 55,6 points après 52,7 en février avec toutes les composantes de l'indice en accélération hormis les prix.

Notre opinion – L'évolution de l'indice PMI suggère une croissance du PIB de 0,3% sur le premier trimestre 2023 avec un acquis davantage élevé pour le T2. Celle-ci est plus élevée que notre prévision de -0,1% au T1 2023. Cependant, l'indice pourrait bien surestimer l'amélioration de l'activité, tout comme il en a surestimé le creux au T3 2022. Il en demeure néanmoins que le potentiel de consommation de services reste encore élevé, soutenu par un surplus d'épargne cumulé avec la crise qui n'a été que peu entamé. D'ailleurs, le revenu disponible réel des ménages s'est stabilisé au T3 2022 après son recul du printemps passé et pourrait retrouver une croissance positive, soutenu par l'accélération des salaires. Nous prévoyons un retour à une croissance positive de la consommation des ménages dès le T2 2023.

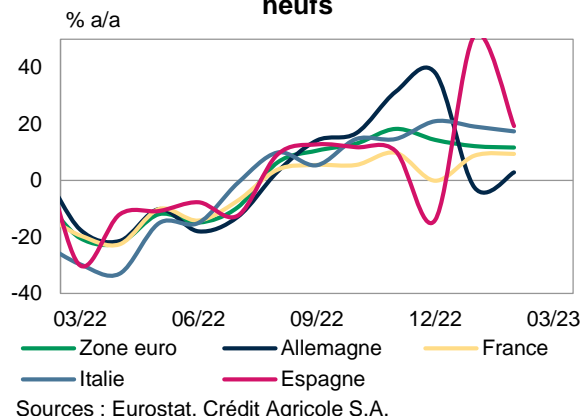
Zone euro : les ventes de véhicules neufs se tassent un peu plus au mois de février

Les immatriculations de véhicules neufs ont augmenté de +11,6% sur un an en zone euro au mois de février, s'inscrivant en léger ralentissement par rapport à janvier (+12,1%). Les plus fortes progressions des ventes ont eu lieu en Espagne et en Italie avec respectivement +19,2% et +17,4%, tandis que les performances ont été plus modestes en France (+9,4%) et assez faibles en Allemagne (+2,8%) où la fin des subventions pour les véhicules hybrides rechargeables plombe les performances de

début d'année. Néanmoins, la situation du secteur automobile reste délicate avec des ventes encore inférieures de 18% à leur niveau d'avant la crise sanitaire pour l'ensemble de la zone euro ; un décalage à deux chiffres que l'on constate dans les quatre grands pays de la zone. Depuis le mois de décembre, la croissance des ventes d'automobiles neuves est très légèrement supérieure au rythme de production en zone euro, suggérant un processus de

déstockage après une année 2022 centrée davantage vers le restockage en raison des pénuries de semi-conducteurs qui pénalisaient le secteur. Le desserrement des problèmes d'approvisionnement et surtout les anticipations d'une moindre demande dans un contexte d'inflation encore élevée devraient impacter la production à la baisse et favoriser les comportements de déstockage dans les mois qui viennent.

UEM : immatriculations de véhicules neufs



Notre opinion – Les ventes de véhicules neufs ont progressé au mois de février mais une grande partie de cette performance provient d'un effet de base résultant de la pénurie de semi-conducteurs au début de l'année 2022. La recomposition du marché automobile se poursuit avec une tendance haussière des véhicules électriques hybrides et électriques à batterie, tandis que les véhicules diesel continuent de décliner et les véhicules à essence conservent leur part de marché. L'activité résiste plutôt bien grâce à l'écoulement des stocks réalisés l'an dernier mais la demande n'est pas suffisamment soutenue pour accélérer la cadence de production en raison de la baisse du pouvoir d'achat liée à l'inflation et de la hausse des taux d'intérêt qui limite les capacités d'emprunt des ménages.

Italie : lancement du chantier de la réforme fiscale

La semaine dernière, le gouvernement de Giorgia Meloni a lancé l'une des réformes clés de sa législature. La volonté du gouvernement est de refondre le système fiscal actuel hérité des années 70 que les gouvernements successifs ont tenté à plusieurs reprises de simplifier. Approuvée par le Conseil des ministres le 16 mars dernier, la loi habilitante entend lancer le chantier de cette réforme qui devrait s'étaler sur 24 mois. L'objectif du gouvernement de Giorgia Meloni n'est pas seulement de rationaliser le système tributaire italien, mais également de réduire la pression fiscale sur le contribuable, dont le poids en PIB fait partie des plus élevés d'Europe. La modification du système des impôts qui vise notamment à introduire l'impôt forfaitaire pour tous était l'une des promesses de campagne du centre-droit.

La réforme fiscale devrait comprendre plusieurs étapes. La première concerne une réduction du nombre de tranches de l'impôt sur le revenu des personnes physiques qui représente la principale source de recettes fiscales pour l'État italien – près de 200 milliards d'euros en 2021, soit un poids sur le PIB d'environ 10%. Le nombre de tranches de l'impôt sur le revenu des personnes physiques avait déjà été modifié par le gouvernement de Mario Draghi dans le but de réduire la pression fiscale sur les employés qui contribuent à hauteur de 55% aux recettes fiscales de l'impôt sur le revenu. L'IRPEF actuel comprend ainsi 4 tranches, avec un taux d'imposition de 23% pour les revenus jusqu'à

15 000 €, un taux d'imposition de 25% pour les revenus entre 15 000 et 28 000 €, un taux d'imposition de 35% pour les revenus entre 28 000 et 50 000 €, et enfin un taux de 43% pour les revenus supérieurs à 50 000 €.

La réforme de Maurizio Léo souhaite passer à trois tranches d'imposition, avec plusieurs hypothèses sur la table. La première, dont le coût est estimé à 10 milliards d'euros, implique une diminution de la charge fiscale sur les revenus intermédiaires, avec un taux de 23% pour les revenus inférieurs à 15 000 €, 27% pour les revenus entre 15 000 et 50 000 €, et 43% pour les revenus supérieurs à 50 000 €. La seconde hypothèse, moins coûteuse (6 milliards d'euros), se base sur les mêmes mécanismes, mais avec un taux de 33% pour les revenus entre 15 000 et 50 000 €.

Le gouvernement souhaite également modifier l'impôt sur les sociétés (IRES) et l'impôt régional sur la taxe productive (IRAP). Pour l'impôt sur les sociétés, l'idée reste de favoriser les comportements vertueux des entreprises en ce qui concerne l'emploi et l'investissement innovant. Les entreprises soumises à l'IRES pourraient bénéficier d'un taux préférentiel qui convergerait à terme vers 15%, au lieu des 24% d'imposition actuelle. 15% étant le taux de référence de l'impôt minimum mondial sur les firmes multinationales, approuvé lors du G20 en octobre 2021. Ce dispositif permettrait d'inscrire de manière définitive les systèmes d'incitation à l'investissement déjà présents depuis 2017

(Industria 4.0 et Transition 4.0). Elle devrait également s'accompagner d'une diminution des niches fiscales qui restent nombreuses dans le système tributaire italien mais le détail complet de la réforme ne sera disponible que lors des discussions des décrets d'application. L'IRAP serait quant à lui progressivement supprimé et serait remplacé par une surtaxe rattachée à l'impôt sur les sociétés qui

permettrait aux régions de financer les dépenses de santé. Enfin, le dernier chantier concerne la rationalisation de la TVA, qui induirait une rationalisation du nombre de taux, une révision également des règles d'exonération et surtout une simplification des procédures de remboursement aux entreprises et aux contribuables.

✓ Notre opinion – *Le gouvernement devrait entamer un long processus, à la fois législatif et politique, ce qui suscitera de nombreux débats. À terme, Giorgia Meloni souhaiterait changer la relation des contribuables italiens avec l'impôt, en modifiant non seulement la grille fiscale, mais également le mode de collecte et de pénalisation. Bien que la nécessité de réformer le système italien fasse consensus, la direction donnée à cette réforme soulève des questions de fond et pourrait redessiner la nature même du système de redistribution. En effet, la volonté d'une partie de la droite de généraliser l'impôt forfaitaire remet en question le principe de progressivité, pourtant inscrit dans la constitution italienne, et pourrait fortement altérer la distributivité de l'impôt. De plus, la question de la taxation du patrimoine n'est pas du tout abordée. La réforme du cadastre, qui permettrait une juste réévaluation du patrimoine immobilier des Italiens en fonction de l'impôt auquel la droite s'est fortement opposée pendant le gouvernement Draghi, a également été sciemment évitée. Les syndicats ont déjà exprimé leur opposition à cette réforme, de même qu'une partie de l'opposition, notamment à gauche, qui la juge incomplète et peu redistributive. Outre la gestion des oppositions et la difficulté de la mise en place de la loi, le vrai nœud de la réforme devrait se situer dans son financement. Le gouvernement devra trouver le juste équilibre entre la promesse de campagne, les attentes de ses différents alliés, notamment la Ligue Forza, et le financement de la réforme dans un contexte de consolidation budgétaire.*

Royaume-Uni

Banque d'Angleterre : la fin du resserrement ?

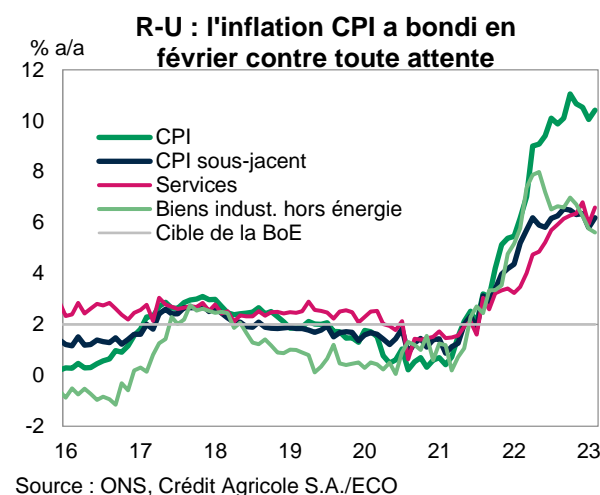
La banque centrale d'Angleterre a relevé son taux directeur de 25 points de base à 4,25% à l'issue de sa réunion de politique monétaire des 22 et 23 mars. Cela vient après une hausse de taux de 50 points de base en février. Sept membres du Comité de politique monétaire (MPC) ont voté en faveur de la décision. Deux membres, les mêmes qu'en février, Silvana Tenreiro et Swati Dhingra, ont préféré le *statu quo*.

La décision de relever les taux a été prise après une hausse surprise significative du taux d'inflation CPI du mois de février, publiée le premier jour de la réunion du MPC. Le taux d'inflation a grimpé à 10,4% après 10,1% en janvier, soit 0,6 point de pourcentage au-dessus de l'anticipation de la BoE. Il est accompagné par une accélération significative de l'inflation sous-jacente, de 5,8% à 6,2%. Alors que l'inflation des services est ressortie légèrement en-deçà des anticipations de la banque centrale, celle-ci indique que l'inflation des produits alimentaires et des biens « core » a significativement dépassé ses prévisions.

Néanmoins, la BoE note que le taux d'inflation devrait « chuter significativement » au T2-2023, à un taux moins élevé qu'anticipé en février. Cela serait dû à la baisse des cours de l'énergie et à l'annonce par le gouvernement dans le budget 2023 d'une extension de trois mois, jusqu'à fin juin, du plafond des tarifs d'énergie. Le MPC s'attend également à ce que la croissance des salaires baisse plus fortement qu'elle ne l'anticipait en février.

La *forward guidance* est inchangée : « Le Comité de politique monétaire continuera de surveiller de près les indications de pressions inflationnistes persistantes, y compris le resserrement des conditions du marché du travail et le comportement de la croissance des salaires et de l'inflation des services. S'il devait y avoir des signes tangibles de pressions plus persistantes, alors un nouveau resserrement de la politique monétaire serait nécessaire. »

La prochaine réunion de politique monétaire aura lieu le 11 mai. La BoE publiera alors ses nouvelles projections dans son rapport de politique monétaire.



✓ Notre opinion – Le résultat des votes au sein du MPC et les minutes de la réunion font état d'une tonalité relativement équilibrée des débats. Aucun membre n'a voté pour une hausse de 50 points de base, ce qui aurait pu être le cas au vu de la surprise significative de l'inflation en février. Par ailleurs, il nous semble que le rebond de l'inflation n'inquiète pas la BoE outre mesure : l'inflation des services a été légèrement plus faible qu'anticipé, tandis que l'inflation des biens hors énergie et alimentaire était due à une accélération des prix, fortement volatils, des produits vestimentaires et des chaussures. Ce qui compte, c'est que la BoE s'attend toujours à une chute de l'inflation dans les prochains mois qui devrait être plus forte qu'anticipé en février.

Un élément relativement nouveau dans la communication de la BoE est la mention d'une hausse des incertitudes autour des perspectives financières et économiques, montrant une plus grande prudence vis-à-vis des risques de stabilité financière qui sont inhérents aux resserrements des taux. La BoE envisage d'étudier les conséquences pour l'économie des récents développements dans le secteur bancaire à l'occasion de son rapport de politique monétaire du mois de mai.

Du côté « hawkish », l'amélioration de la conjoncture avec les signaux d'un renforcement de la demande conduit la BoE à relever ses prévisions de croissance. Elle anticipe à présent une stabilisation de l'activité au T1 avant une accélération au T2 (au lieu d'une baisse du PIB anticipée précédemment). Une récession n'est donc plus dans les radars, ce qui suggère un emploi plus fort et un taux de chômage qui n'augmentera plus comme anticipé précédemment mais resterait plutôt stable. Le marché du travail sera donc la principale source de tensions inflationnistes que la BoE continuera de surveiller de près. Du côté encourageant, les difficultés de recrutement baissent, bien qu'encore à des niveaux très élevés, et le taux de participation a remonté un peu. La croissance des salaires a été légèrement plus faible qu'anticipé et la BoE s'attend à ce qu'elle baisse plus fortement dans les prochains mois. Pour les sept membres du MPC qui ont voté pour la

hausse de taux en mars, « une nouvelle hausse soutenue de la demande de main-d'œuvre pourrait de nouveau renforcer la persistance des coûts, même si les effets secondaires liés à l'inflation des prix de l'énergie devaient s'atténuer. »

Notre scénario table sur le maintien des taux stables à 4,25% jusqu'à au moins la mi-2024. En revanche, le resserrement quantitatif se poursuivra graduellement. En mai, la BoE devrait réviser à la hausse ses prévisions de croissance et à la baisse ses prévisions de taux de chômage. Mais cela ne s'accompagnera de hausse de taux que si la croissance des salaires venait à repartir à la hausse ou si l'inflation des services étaient plus élevée qu'attendu. Pour le moment, le scénario central reste celui d'une modération de ces indicateurs.

Pays émergents

Asie

Thaïlande : après la dissolution de l'Assemblée nationale, le spectre de la crise politique plane de nouveau

Avec la dissolution de l'Assemblée nationale le 20 mars dernier par le Premier ministre, Prayuth Chan-o-cha, la Thaïlande a renoué avec l'instabilité politique qui la caractérise depuis le dernier coup d'État de 2014.

Les prochaines élections législatives doivent en principe se tenir avant le 14 mai et verront s'affronter le parti de la junte militaire, dirigé par l'actuel Premier ministre et ancien général, candidat à sa réélection, avec le parti Pheu Thai de l'ancien Premier ministre, Thaksin Shinawatra. Ce dernier, renversé par un coup d'État en 2006, et depuis en exil au Cambodge, a placé sa fille Paetongtarn à la tête du clan. Sa sœur Yingluck avait quant à elle dirigé le pays entre 2011 et 2014.

Très populaire dans le Nord-Est du pays et disposant d'un vaste soutien parmi la classe moyenne, le retour au pouvoir du clan Thaksin n'est pourtant pas acquis en raison des modifications législatives apportées par la junte. Après le coup d'État de 2014, puis le putsch de 2019, les généraux ont imposé dans la constitution qu'une majorité permanente leur soit garantie au Sénat, ce qui complique la nomination d'un Premier ministre non soutenu par les militaires.

Malgré ses victoires à toutes les dernières élections législatives, le clan Thaksin n'a donc pas réussi à revenir au pouvoir, car sa majorité à la Chambre basse n'était pas suffisante pour compenser celle des militaires au Sénat. Pour espérer la victoire, il leur faudra remporter 376 sièges sur 500.

Mais cette fois-ci, le contexte est un peu différent car le général Prayuth pourrait être victime de scissions au sein de la junte : une seconde formation dirigée par Prawit Wongsuwan, 77 ans, actuel vice-premier ministre et ancien commandant en chef de l'Armée royale, se présente également. Il menace même d'une alliance avec le camp Thaksin.

Dans le scénario – toujours probable – où Pheu Thai remporterait les élections mais sans la majorité nécessaire pour récupérer le poste de Premier ministre, le pays se retrouverait de nouveau dans une impasse politique. Les militaires garderaient certes le pouvoir, mais seraient obligés de s'appuyer sur Pheu Thai pour gérer les affaires courantes, et notamment tous les aspects budgétaires.

Enfin, n'oublions pas que la Thaïlande demeure une monarchie, dans laquelle la figure du roi est élevée au rang divin et où le blasphème envers la famille royale est sévèrement puni. Bien moins populaire que son père Rama IX, le roi Rama X, en fonction depuis 2016, n'a pas redoré son image en allant se

confiner dans un hôtel de luxe en Allemagne, accompagné de son harem, durant une grande partie de la pandémie. Des manifestations avaient éclaté en juillet 2020 afin de réclamer la fin de la monarchie constitutionnelle, jugée trop autoritaire et accusée de trop de complaisance envers les militaires et la répression politique mise en place par la junte. Alors que la campagne en vue des futures élections débute à peine, le roi n'a cependant affiché aucun soutien officiel.

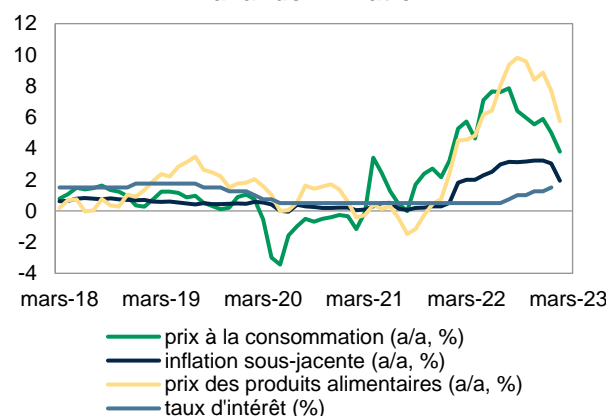
Soutenir la reprise

Pourtant, c'est bien de stabilité dont le pays aurait besoin, après une série de chocs. Le premier a bien sûr été celui du Covid, qui a mis à terre le secteur touristique.

Alors que la Thaïlande accueillait 40 millions de visiteurs par an en 2019, les flux se sont effondrés en 2020 et 2021. La réouverture des frontières en 2022 a donné un peu d'air, avec environ 12 millions de touristes. Les autorités en espèrent environ 25 millions en 2023. La grande question reste celle du retour des touristes chinois, qui représentaient jusqu'à un tiers du total avant la pandémie.

Deuxième choc, celui de la hausse du prix des matières premières, notamment alimentaires et énergétiques, qui est venue alimenter l'inflation à partir de début 2022. Après un pic à 7,9% en août, l'inflation a commencé à décélérer, et atteignait 3,8% en février.

Thaïlande : inflation



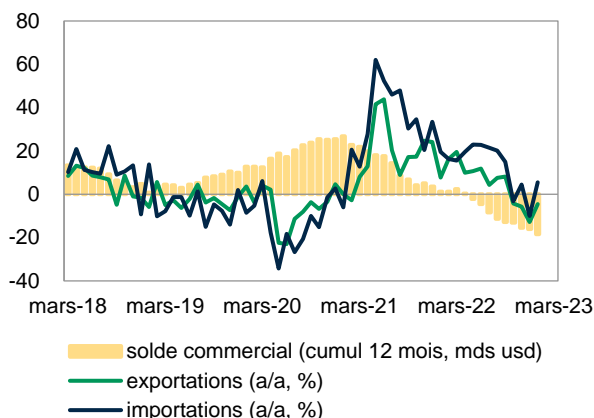
Source : OIE, BoT

Heureusement pour la banque centrale, la hausse des prix volatils ne s'est pas transmise à l'inflation sous-jacente, demeurée à des niveaux assez modérés, et surtout très stables, autour de 3%. Cela lui a permis de relever ses taux de manière extrêmement lente et graduelle (+100pb depuis

juillet, par pallier de 25pb), et donc de mieux résister face aux contraintes liées au resserrement monétaire américain.

Conséquence directe de la hausse des matières premières – importées – et de la baisse du nombre de touristes, les équilibres extérieurs se sont détériorés. Le solde courant, historiquement excédentaire grâce à la manne touristique, est devenu déficitaire en 2021 (-2,2% du PIB) et 2022 (-0,5% du PIB). Le solde commercial enregistre également un déficit qui continue de se creuser depuis mars.

Thaïlande : balance commerciale

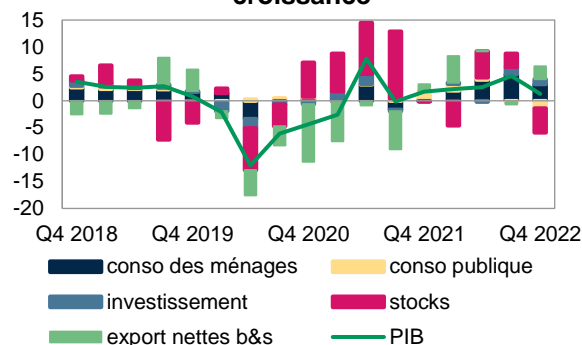


Le retour des touristes, qui a déjà permis de soutenir le baht qui s'est réapprécié face au dollar depuis

octobre, devrait aussi conduire le pays à dégager un excédent courant cette année.

Au final, la croissance devrait accélérer en 2023, pour atteindre 3,7%, après 1,5% en 2021 et 2,8 en 2022, soutenue par la reprise de la consommation des ménages et des exportations de services.

Thaïlande : contribution à la croissance



Mais ce scénario repose évidemment sur l'hypothèse que le processus électoral aboutisse et que son résultat, quel qu'il soit, soit accepté par les différents camps. Même si les destinations les plus touristiques – les plages et les îles du Sud – ne sont pas celles dans lesquelles la contestation pourrait être la plus forte, les visiteurs internationaux pourraient modifier leurs plans de vacances en raison d'un contexte politique trop instable.

Notre opinion – La vie politique thaïlandaise n'est pas de tout repos : depuis 1990, le pays a dû faire face à trois coups d'État, en 1991, 2006 et 2014. L'implication de l'armée dans la sphère politique, l'absolutisme de la monarchie et la prédominance d'un seul grand parti d'opposition contribuent à cette instabilité chronique. Pourtant, c'est bien de stabilité dont la Thaïlande aurait besoin pour tirer son épingle du jeu dans une zone en pleine mutation, où les opportunités liées aux recompositions de certaines chaînes de valeur vont conduire les États à une concurrence acharnée pour attirer de nouveaux investisseurs. Dans ce cadre, l'absence de visibilité n'est jamais un avantage.

Moyen-Orient et Afrique du Nord

Koweït : annulation des élections

La Cour suprême du Koweït a décidé d'annuler le résultat des dernières législatives de septembre 2022 et de réinstaurer la précédente Chambre, élue en 2016. Les élections de 2020 n'avaient jamais été publiées et les dernières élections de 2022 avaient vu l'opposition remporter 28 des 50 sièges de l'Assemblée.

Le Parlement, qui est consultatif et non décisionnaire, n'exerce qu'un rôle politique négatif (les députés refusent généralement les projets qui leur sont soumis). Bien que considéré comme l'un des pays les plus démocratiques du Golfe, ce quasi-blocage institutionnel fait du Koweït un pays intrinsèquement difficile à réformer. De plus, le pays est très peu transparent, comme le confirme cette dernière décision.

✓ Notre opinion – De son côté, le risque géopolitique est stable : plus de 20 ans après la fin de la première guerre du Golfe et sa libération de l'Irak par une coalition internationale, l'indépendance du Koweït est désormais bien assurée, malgré le voisinage tendu lié à l'activisme de l'Iran dans le Golfe persique. Contrairement à Bahreïn ou aux Émirats, les dirigeants du Koweït sont opposés à un rapprochement avec Israël.

Iran : uranium enrichi proche du pourcentage militaire

L'AIEA, l'agence des Nations unies en charge de l'énergie atomique, a annoncé qu'elle a trouvé – lors de son inspection des sites nucléaires iraniens en janvier dernier – des traces d'uranium enrichi à 84%, un taux proche de celui de 90% nécessaire à son utilisation dans une arme nucléaire. L'Iran produit de

l'uranium enrichi à 60% depuis deux ans, un taux qui n'a cessé de progresser depuis la dénonciation en 2018 par les États-Unis de l'accord sur le nucléaire civil de 2015. Selon cet accord, l'Iran ne pouvait pas enrichir l'uranium à plus de 4% pendant 15 ans.

Moyen-Orient – Afrique du Nord : début du Ramadan dans un contexte inflationniste

Le mois du Ramadan vient de commencer dans la région. Cette période festive se caractérise par une diminution des heures de travail généralement à cinq heures par jour au lieu de huit. Cette période de fête est aussi le moment où la consommation des ménages connaît de fortes hausses liées aux dépenses de produits alimentaires. Elles sont généralement de 30% supérieures à une période normale. Un moment festif qui risque d'être un peu

terni cette année par la forte hausse de l'inflation des produits alimentaires début 2023 dans certains pays de la région. Si elle est très contenue en Jordanie, en baisse en Irak et plutôt bien contrôlée dans les pays du Golfe, l'inflation alimentaire s'élève en revanche entre 14% et 17% dans les pays du Maghreb, à 62% en Égypte en février et à 234% au Liban.

✓ Notre opinion – Les risques de tensions sociales dans les pays où l'inflation est élevée ne sont pas à négliger. Heureusement, de nombreux produits alimentaires de base restent subventionnés et les populations les plus modestes bénéficient généralement des programmes de soutien social qui les protègent en partie de la hausse des prix, ce qui n'est généralement pas le cas des classes moyennes notamment.

Europe centrale et orientale, Asie centrale

Slovénie : entre résilience et fragilisation

La Slovénie demeure parmi les pays d'Europe émergente celui qui se rapproche le plus du niveau de vie moyen de l'Europe développée. Avec son tissu industriel assez significatif, plus d'un tiers du PIB, et son secteur touristique, le pays a des atouts de compétitivité, de spécialisation et donc une forte ouverture économique notamment avec l'Europe de l'Ouest.

Cette ouverture a fortement contribué à son développement mais elle l'expose également en cas de chocs aux aléas du commerce et des chaînes de production, qui pour la Slovénie sont très fortement intégrées à celles de l'Allemagne et de l'Italie. La hausse des prix de l'énergie et la dépendance aux hydrocarbures russes ont été des facteurs supplémentaires de fragilisation pour l'année 2022. Après la reprise du PIB de l'année 2021 (+8,1%), les effets de la hausse des prix et de la guerre en Ukraine ont ralenti cette dynamique ; ce ralentissement devrait être encore plus prononcé en 2023.

Les efforts de diminution de la dette publique après le record atteint pendant la Covid-19 (80% du PIB) ont commencé à porter leurs fruits avec une diminution à 72% du PIB. Toutefois, on ne devrait pas retrouver le niveau d'avant-crise dans les prochaines années.

Le solde courant, structurellement positif et ceci même pendant la crise sanitaire, a connu un passage légèrement déficitaire en 2022 en raison de la forte hausse des prix de l'énergie. Cette année, la Slovénie a beaucoup travaillé pour la diversification de ses sources d'approvisionnement ainsi que pour l'augmentation de ses capacités de stockage afin de réduire au mieux sa dépendance au gaz russe. Rappelons que le secteur industriel représente 30% du PIB et peut être très énergivore pour certaines filières.

Le solde courant risque de rester encore en territoire déficitaire dans les deux prochaines années, en raison du ralentissement de la croissance du PIB dans les pays partenaires et de la forte hausse des prix des matières premières et des biens intermédiaires qui s'est répercutée également dans l'économie slovène.

Les investissements directs étrangers devraient augmenter de manière significative grâce aux fonds

européens du plan de relance dont le pays est bénéficiaire à hauteur de 2,5 milliards d'euros. Le pays pourrait également bénéficier d'éventuelles relocalisations, notamment dans le secteur pharmaceutique où il est déjà bien positionné.

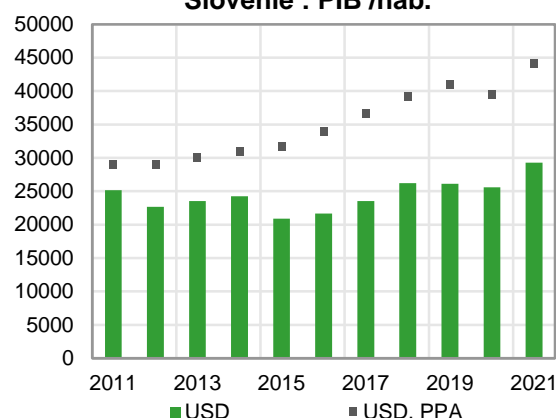
Dans un contexte de crise énergétique et d'objectifs de décarbonation de l'économie, le gouvernement slovène veut développer les infrastructures des énergies renouvelables mais aussi les capacités d'énergie nucléaire. Plus de 180 projets ont été présentés mais la réalisation effective de ces derniers reste encore un défi majeur.

La capacité de mener des réformes, essentielles et de grande envergure, reste assez limitée depuis plusieurs années. Cela se remarque dans la lenteur des programmes de privatisation ou dans les réformes du marché du travail qui peinent à aboutir.

Un autre enjeu majeur, qui nécessitera lui aussi des réformes de fonds, reste le vieillissement de la population. Une réforme des retraites est à mener mais, pour le moment, le gouvernement se concentre sur une politique familiale en accordant des facilités et des allègements fiscaux aux jeunes familles afin de dynamiser les natalités.

Rappelons également qu'une série de mesures ont été mises en place pour éviter la flambée des prix énergétiques pour les ménages, avec certainement un coût budgétaire conséquent mais qui a permis de limiter l'inflation et de soutenir la consommation.

Slovénie : PIB /hab.



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

Afrique sub-saharienne

Afrique du Sud : une fin d'année peu réjouissante

L'activité économique en Afrique du Sud termine l'année 2022 en berne. Elle enregistre une contraction de 1,3% au quatrième trimestre après une croissance de +1,8% observée au troisième trimestre.

Ce repli de l'activité est dû à une contreperformance dans sept des dix secteurs recensés, par rapport au trimestre qui précède : la finance (-2,3% soit une contribution de -0,3 pp à la croissance du PIB), l'industrie minière (-3,2% soit -0,1 pp), l'agriculture (-3,3% soit -0,1 pp), l'industrie manufacturière (-0,9% soit -0,1 pp), le commerce (-2,1% soit -0,3 pp), les services des administrations publiques (-0,7% soit -0,1 pp) et l'énergie (-1,9%). Du côté de la demande, on note un recul des dépenses publiques (-0,7% soit -0,1 pp) et des exportations nettes avec une baisse de 4,8% des exportations de biens et service (soit -1,4 pp). Le ralentissement des échanges commerciaux est dû à une baisse des échanges des métaux de base (cuivre, zinc, nickel) et des minerais.

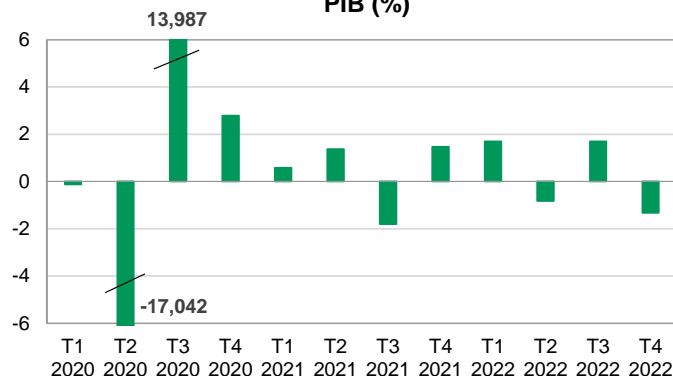
Les entreprises sud-africaines souffrent en grande partie des coupures d'électricité récurrentes dans le pays et dont le rythme s'est accéléré au cours des derniers mois de 2022 à près de dix heures par jour. Les secteurs les plus énergivores, à savoir l'agriculture et l'industrie minière, en payent le prix fort et tirent l'économie vers le bas.

Cette lourde chute dépasse largement les prévisions qui tablaient sur un ralentissement moins marqué de -0,4%, ce qui laisse présager un début d'année 2023 plutôt tendu. Le pays pourrait ainsi entrer en phase de récession (contraction pendant deux trimestres

consécutifs) si les données du premier trimestre de cette année demeurent en territoire négatif.

Néanmoins, malgré la mauvaise performance de l'activité au deuxième trimestre (-0,8%) et au quatrième trimestre 2022, le PIB a crû de 2% sur l'ensemble de l'année après une croissance de +4,9% en 2021. Les secteurs de la finance (+3,9%), des transports et communication (+8,6%) et de l'hôtellerie et restauration (+3,5%) en sont les principaux moteurs. Pour la demande, ce sont la consommation privée (+2,6%) et l'investissement (+4,7%) qui ont soutenu cette croissance. Selon l'Institut des statistiques sud-africain, Stats SA, ce niveau reste néanmoins inférieur à la croissance démographique de 3,5% au cours de la même période.

Afrique du Sud : croissance trimestrielle du PIB (%)



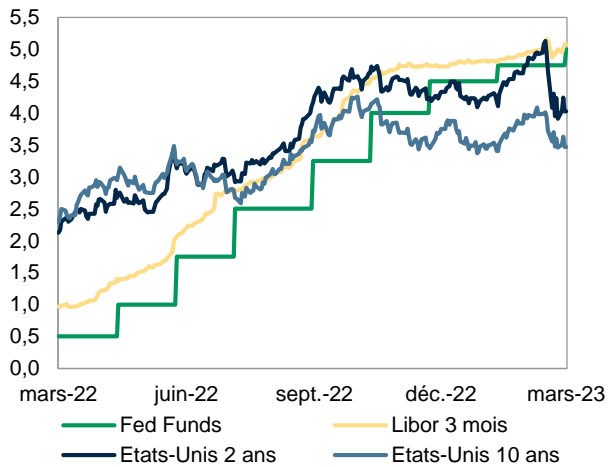
Sources : Stats SA, Crédit Agricole S.A./ECO

✓ Notre opinion – La crise de l'électricité dans le pays mine le quotidien de la population et est une menace de taille pour la deuxième puissance économique du continent. Le président sud-africain a présenté cette année un nouveau gouvernement dans lequel il inclut un nouveau poste inédit, celui de ministre de l'Électricité. C'est à Kgosiensho Ramokgopa, ancien maire de Pretoria, que reviendra la lourde tâche de résolution de cette crise. Par ailleurs, le chef d'État avait également, un mois plus tôt, déclaré un état de catastrophe nationale pour débloquer des fonds d'urgence. Le but de ces mesures étant de réduire rapidement l'intensité des délestages et d'y mettre fin à long terme. Si ces mesures s'avèrent être efficaces, nous observerons alors une amélioration de la production nationale sur les prochains trimestres avec le redressement des principaux secteurs impactés.

Tendances à suivre

Taux d'intérêt en dollar américain

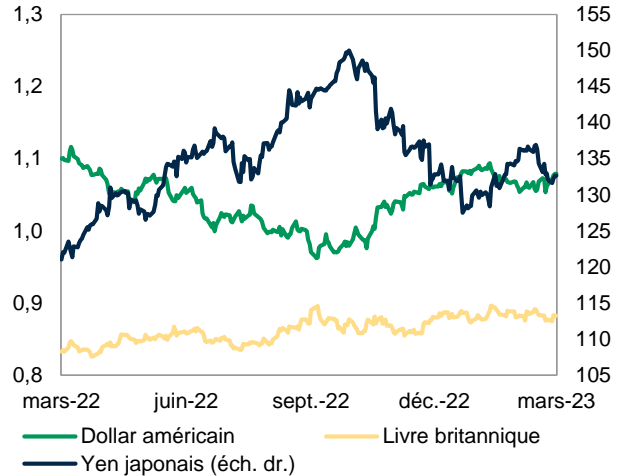
%, interbancaire (Londres) et souverains (États-Unis)



Source : Thomson Reuters

Taux de change des principales devises

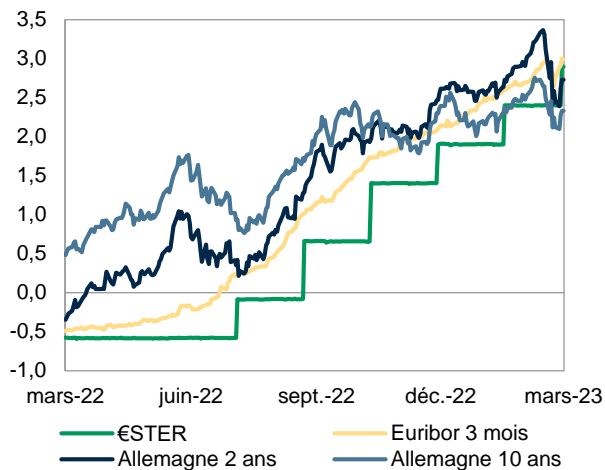
EUR/USD, EUR/GBP et USD/JPY



Source : Thomson Reuters

Taux d'intérêt en euro

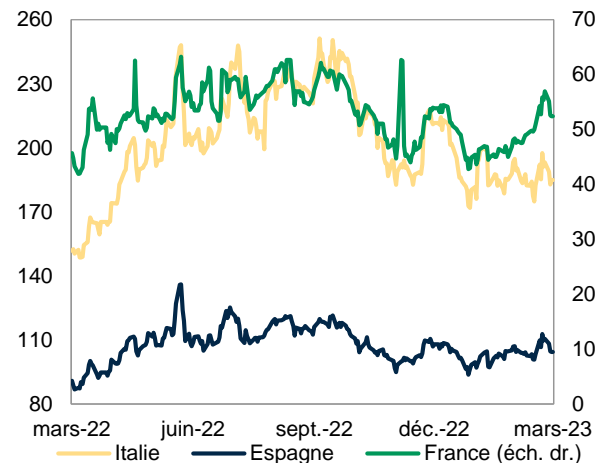
%, interbancaires (Londres) et souverains (Allemagne)



Source : Thomson Reuters

Spreads souverains européens avec le Bund

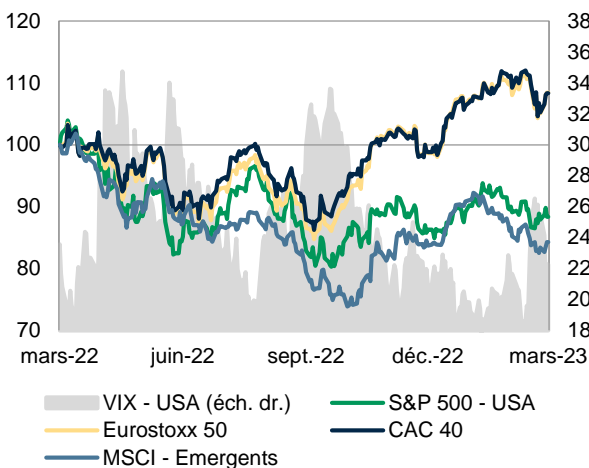
Pdb, dette en EUR à dix ans



Source : Thomson Reuters

Marché actions

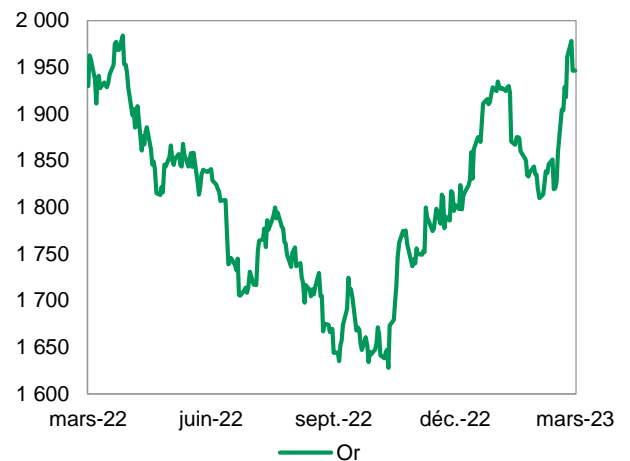
Indice boursiers (100 = début de période) et volatilité VIX



Source : Thomson Reuters

Cours de l'once d'or

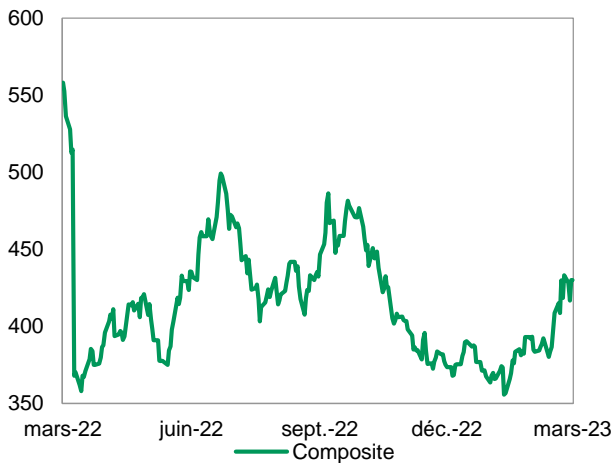
USD/Once troy (Londres)



Source : Thomson Reuters

Spreads souverains émergents avec le T-Bond

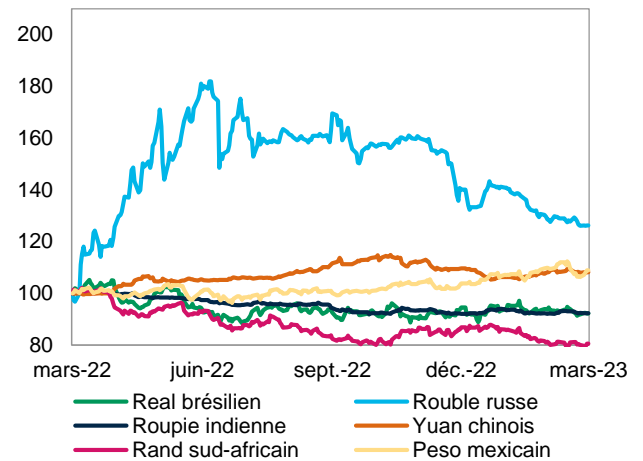
Indices EMBI+ (pdb, dette en USD de plus d'un an)



Source : JP Morgan

Devises émergentes

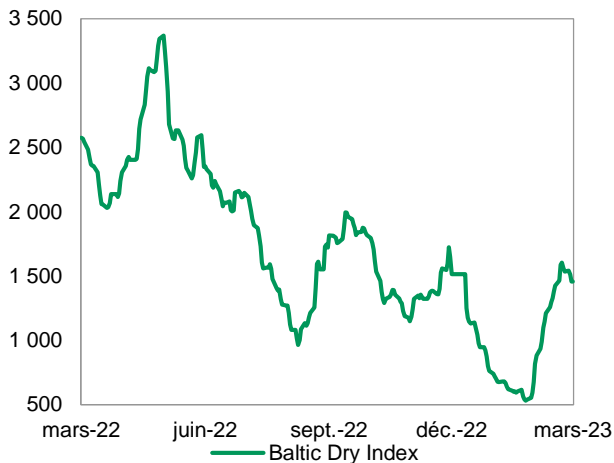
/USD (indice 100 = début de période)



Source : Thomson Reuters

Coût du transport maritime de vrac sec

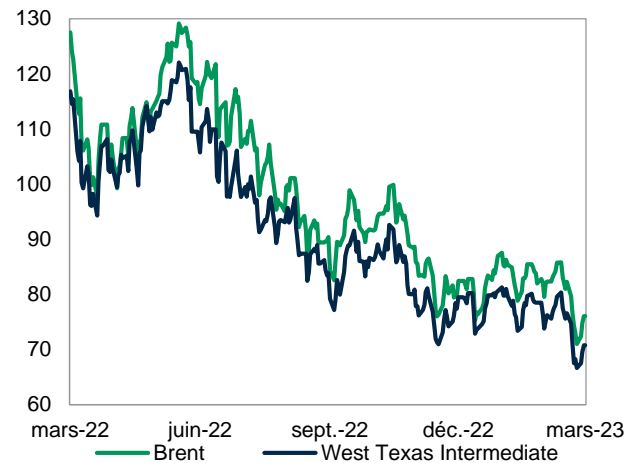
Baltic Dry Index (USD/point)



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
22/03/2023	Chine – S'armer encore de patience	Chine
21/03/2023	Algérie – La bonne conjoncture pétrolière améliore la balance des paiements	Algérie
21/03/2023	Croatie – Une entrée réussie dans la zone euro	Croatie
20/03/2023	BCE : le débat se déplace du taux d'intérêt d'équilibre vers le concept de taux d'intérêt de stabilité financière	Zone euro
17/03/2023	Monde – L'actualité de la semaine	Monde
16/03/2023	L'industrie de défense face aux nouveaux défis sécuritaires	Sectoriel
16/03/2023	Amérique latine – Relativiser (même un peu) les effets des resserrements monétaires	Amérique latine
14/03/2023	Royaume-Uni – Après les grèves de décembre, léger rebond du PIB en janvier	Royaume-Uni
14/03/2023	UE – Application des règles budgétaires : un exercice d'équilibriste de la Commission avec des conséquences immédiates	Europe
13/03/2023	Italie – 2022 : la croissance résiste	Italie
13/03/2023	Monnaies Numériques de Banque Centrale, une révolution monétaire en marche	Fintech
10/03/2023	Monde – L'actualité de la semaine	Monde
09/03/2023	CHIPS Act ou la quête de souveraineté technologique	Semi-conducteurs
07/03/2023	Nigeria – Le nouveau président saura-t-il sortir son pays du tunnel ?	Afrique sub-saharienne
06/03/2023	Brésil – Spéculations manifestes et satisfecit discret	Amérique latine
03/03/2023	Monde – L'actualité de la semaine	Monde
02/03/2023	La stratégie industrielle de l'Europe face à l'Inflation Reduction Act	Europe, Industrie

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 LEOUGRE (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, Youyiming WANG

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](#) & 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.