

Perspectives

Hebdomadaire – N°23/175 – 16 juin 2023

MONDE – L'actualité de la semaine

⇒ Temps mort pour la Fed, la BCE poursuit son chemin	2
⇒ BCE : pas encore arrivée à destination	3
⇒ Zone euro : une hausse de la production industrielle en trompe l'œil	4
⇒ Espagne : programme de stabilité 2023-2026, ajustement du déficit public et de la croissance	5
⇒ Royaume-Uni : le marché du travail met la BoE au défi de poursuivre le resserrement	6
⇒ Chine : quelle réaction face au ralentissement de la croissance ?	8
⇒ Libye : une meilleure visibilité depuis le retour du FMI	10
⇒ Afrique du Sud : une récession évitée de justesse et des indicateurs économiques qui s'améliorent	11

Temps mort pour la Fed, la BCE poursuit son chemin

Sans surprise, l'actualité économique a été dominée par les réunions de politique monétaire de la *Fed* et de la BCE. Après dix hausses de taux consécutives, la *Fed* a annoncé une pause attendue par les marchés ; le taux *Fed Funds* reste ainsi fixé dans une fourchette de 5% à 5,25%.

Prolongeant son mouvement de repli, l'inflation américaine a encore reculé au mois de mai (à 4% sur un an après 4,9% en avril ; 5,3% après 5,5% pour l'inflation « core »). L'inflation reste cependant trop élevée et le marché du travail est toujours dynamique. La *Fed* a révisé à la hausse ses prévisions de croissance et d'inflation pour les prochains trimestres et le FOMC anticipe désormais deux hausses de taux supplémentaires de 25 points de base (pdb) d'ici à la fin de l'année. Cette révision du *dot plot* à la hausse n'a semble-t-il pas convaincu les marchés qui n'affichent pas le même optimisme que la *Fed* sur la résistance de l'économie américaine. En effet, même si les ventes au détail se sont légèrement redressées en mai, le risque de récession reste élevé. Les investisseurs anticipent une baisse rapide du prix des biens qui contraindrait la *Fed* à modérer son resserrement monétaire, un argument soutenu par des indicateurs avancés, tels que le recul des prix à la production au mois de mai par rapport au mois d'avril. Les mouvements sur les taux des obligations souveraines américaines ont donc été modérés. Le rendement des *Treasuries* à deux ans progresse de 9 pdb à 4,7%, mais celui des obligations à dix ans est stable à 3,74%. La courbe des taux reste nettement inversée.

De son côté, la BCE a poursuivi ses hausses au rythme de 25 points de base au mois de juin. Le resserrement monétaire s'opère également par les autres canaux monétaires. Les réinvestissements des titres arrivant à maturité dans le cadre de l'APP (*Asset Purchase Program*) prendront fin au mois de juillet et ceux du PEPP (programme d'achats d'actifs créé à l'occasion de la pandémie) se poursuivront jusqu'en 2024. Cela laisse à la BCE un outil pour éviter un écartement trop important des taux d'intérêt au sein de la zone en réinvestissant davantage dans des titres des pays de la périphérie, par exemple. Une importante échéance des TLTRO aura également lieu fin juin. Si elle était anticipée de longue date, elle entérine la fin des conditions de refinancement extrêmement avantageuses pour les banques et participe donc au resserrement de l'octroi de crédit dans la zone.

Les taux souverains allemands se redressent et la courbe poursuit son inversion. Malgré la confirmation du *Quantitative Tightening*, les spreads à l'égard du Bund se resserrent de sensiblement (Italie) à légèrement (France et Espagne) ; l'euro s'apprécie face au dollar. Les annonces de politique monétaire n'ont – semble-t-il – pas perturbé les marchés actions, qui sont restés favorablement orientés cette semaine. Le S&P 500 progresse de 3%, et en Europe, l'Eurostoxx 50 et le CAC 40 sont respectivement en hausse de 2,1% et 1,7% sur les sept derniers jours.

Zone euro

BCE : pas encore arrivée à destination

L'inflation est encore trop élevée et le restera trop longtemps. Voici ce qui a poussé la BCE à augmenter les trois taux d'intérêt directeurs de 25 points de base, portant le taux de la facilité marginale de dépôt à 3,5% et le taux des opérations principales de refinancement à 4%.

La baisse du taux d'inflation annuel au mois de mai, à 6,1% après 7% en avril, n'est pas parvenue à convaincre la BCE de la solidité et de la rapidité de la tendance baissière. Certes, la composante énergie, qui montrait depuis des mois un net ralentissement, a baissé de 1,7% sur un an en mai. Mais, toutes autres les composantes de l'indice des prix ont aussi ralenti : l'alimentation, alcool et tabac à 12,5% (après 13,5%), les biens industriels hors énergie à 5,8% (après 6,2%), les services à 5,0% (comparé à 5,2% en avril). L'inflation sous-jacente a donc été poussée à la baisse pour le deuxième mois consécutif en mai à 5,3%, après 5,6%.

Les surprises à la hausse de l'inflation sous-jacente au cours des mois précédents ont conduit néanmoins la BCE à réviser à la hausse ses projections d'inflation par rapport à ses prévisions du mois de mars dernier.

Cette révision à la hausse est marginale pour la croissance de l'indice global des prix à la consommation, qui passe de 5,3% à 5,4% en 2023, de 2,9% à 3% en 2024 et de 2,1% à 2,2% en 2025. Elle est, en revanche, bien plus marquée pour

l'inflation sous-jacente qui est attendue à 5,1% en 2023 (4,6% en mars lors des prévisions de mars), à 3% en 2024 (2,5%) et à 2,3% en 2025 (2,2%). Ce ne sont pas uniquement les évolutions passées qui ont justifié ces révisions. La BCE est en effet préoccupée par l'évolution des coûts salariaux unitaires. Ceux-ci sont poussés à la hausse par la croissance des salaires par tête et par le ralentissement de la productivité.

Malgré la stagnation de l'activité au cours du dernier semestre et en dépit d'une révision à la baisse de ses projections de croissance de l'activité à 0,9% en 2023 et à 1,5% en 2024, la BCE est surprise par la résistance de l'emploi et envisage désormais une baisse continue du taux de chômage à l'horizon 2025. Elle redoute donc que ces conditions de tension sur le marché du travail ne poussent à la fois les salaires et les profits à rechercher une pleine compensation des hausses des prix, ce qui aurait pour effet d'enclencher une spirale inflationniste et d'éloigner les anticipations d'inflation de la cible de la BCE.

C'est ainsi que Mme Lagarde a affirmé qu'à moins d'observer un changement dans l'inflation sous-jacente, elle continuera d'augmenter les taux à la prochaine réunion de juillet. Elle a aussi balayé du revers de la main toute spéculation sur une éventuelle pause (sur le modèle de la *Federal Reserve*).

 **Notre opinion** – La BCE n'est pas satisfaite de l'évolution de l'inflation et estime qu'elle a encore du chemin à parcourir avant toute pause. Peu importe le fait que la transmission de sa politique monétaire à l'activité s'opère avec un certain délai (entre dix-huit et vingt-quatre mois selon les manuels d'économie et les études empiriques). Peu importe qu'une récente étude de la BCE estime à 1,8 point d'inflation en moins en 2023 et à 2,4 points en 2024 l'impact des hausses passées des taux. Peu importe le fait que la nouvelle hausse annoncée soit couplée avec une nette réduction de son bilan, avec le remboursement des TLTRO fin juin et la fin annoncée du réinvestissement des titres arrivés à échéance détenus dans le cadre de l'APP.

L'enjeu de crédibilité dans la lutte contre l'inflation continue de primer sur toute considération liée à la croissance de l'activité. Mais cette orientation restrictive pourrait-elle être maintenue jusqu'à ce que l'inflation soit proche de la cible (2025) ? Ou la BCE veut-elle observer un affaiblissement du marché de l'emploi avant de stabiliser ses taux directeurs ? Pour les observateurs, qui majoritairement prévoient une pause après la hausse de juillet, la récente communication de la BCE complique l'ancre de leurs anticipations.

Zone euro : une hausse de la production industrielle en trompe l'œil

Bien qu'en deçà des attentes, la timide croissance de la production industrielle en France et en Allemagne présageait un retour de la production industrielle de la zone euro à la croissance en avril. Cette tendance a été confirmée par l'indicateur consolidé de la zone euro qui, après un repli de 3,7% en mars, augmente de 1% en avril par rapport au mois précédent. Cette croissance masque cependant des situations très contrastées parmi les pays qui continuent de connaître des variations erratiques de la production industrielle, notamment en Irlande où, pour rappel, elle avait enregistré une baisse de 27% en mars.

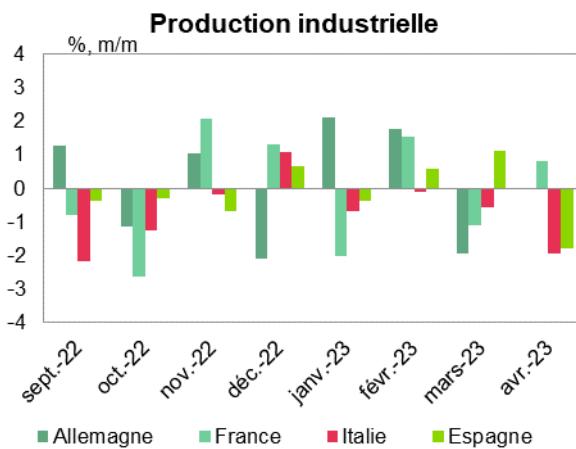
En effet, peu de pays de la zone euro affichent une progression de l'indice, hormis la France (+0,8%) et l'Autriche (+1,3%), auxquels s'ajoute un « effet Irlande » (+21%) qui a fortement contribué à l'amélioration de l'indice en avril. La production industrielle recule dans tous les autres pays de la zone, avec des baisses marquées au Portugal (-5,5%), aux Pays-Bas (-3,5%), en Italie (-1,9%) ou encore en Espagne (-1,8%).

Sur un an, la progression de la production industrielle est plus contenue qu'en variation mensuelle, puisqu'elle n'augmente que de 0,2% par rapport à avril 2022. La hausse de l'indice en avril ne permet en outre qu'une amélioration partielle de l'acquis pour le deuxième trimestre, qui reste négatif à -1,2% au lieu de -2,1% un mois auparavant.

Par catégorie de biens, le ralentissement dans le secteur des biens intermédiaires se confirme. En effet, ce dernier connaît une baisse de 1% pour le deuxième mois consécutif, pénalisé par les mauvaises performances du secteur aux Pays-Bas (-7,9%), en Italie (-2,6%) et au Portugal (2,3%). Il en est de même pour le secteur des biens non durables, qui souffre dans plusieurs pays de la zone, tels que la Belgique (-13%) et le Portugal (-8%). Il recule ainsi

de 3% en avril, après -0,9% le mois précédent. La production de biens de consommation durables, qui semblait avoir bien résisté en mars, passe également en territoire négatif et cède 2,6% en avril, plombée par des contractions marquées en Autriche (-8,5%), en Belgique (-8%), en Espagne (-4,9%), mais aussi en Allemagne et en Italie (-2,2% et -2%).

Enfin, les deux seules composantes à s'améliorer sont l'énergie et les biens d'équipement. La première croît de 1%, après un recul de 1,4% en mars. Les biens d'investissement enregistrent quant à eux un rebond de 14% qui compense les baisses des autres catégories. Mais ce rebond intervient après un recul de 15% en mars et est probablement induit par les fortes variations de l'indice en Irlande (dont la série n'est pas disponible). En effet, la production des biens d'investissement est plutôt en recul dans les autres pays de la zone euro, puisqu'elle baisse de 6,8% au Portugal, de 5,6% aux Pays-Bas, de 3,8% en Espagne, de 2,1% en Italie et de 0,3% en Allemagne.



Source : Crédit Agricole S.A.

 **Notre opinion** – L'industrie est à la peine et l'analyse détaillée des composantes de l'indice semble en effet le confirmer. La croissance de la production industrielle est principalement imputable à l'effet statistique irlandais et, mise à part la France, qui enregistre une hausse timide de 0,8% sur le mois, les autres grands pays, tels que l'Italie, l'Espagne et les Pays-Bas, sont dans le rouge, tandis que le secteur stagne en Allemagne. Les enquêtes ne laissent pas présager une amélioration dans l'industrie à court terme. En effet, la confiance dans l'industrie s'est affaiblie pour le quatrième mois consécutif (-2,0) selon l'ESI. Les perspectives de production et les carnets de commandes – aussi bien domestiques qu'à l'exportation – se sont détériorés. Des anticipations partagées par l'indice PMI qui, à 44, atteint son niveau le plus bas depuis trois ans.

Espagne : programme de stabilité 2023-2026, ajustement du déficit public et de la croissance

Le programme de stabilité 2023-2026 présenté par le gouvernement propose un ajustement progressif du déficit public, qui se justifie par la reprise de l'activité, avec une réduction à 3,9% en 2023 (après 4,8% en 2022) et à 2,5% en 2026. Pour sa part, l'AIRF¹ estime, qu'en 2026, le déficit public s'établira à 3% du PIB, principalement en raison d'une prévision moins optimiste sur l'évolution des recettes.

Le cadre macro-économique sur lequel s'appuie le programme de stabilité prend en compte les prévisions suivantes : une croissance du PIB de 8,2% cumulée entre 2023 et 2026, avec un rôle très important joué par l'investissement en 2024 grâce au programme NGEU ; l'inflation tomberait à 2% en 2025 ; le marché du travail resterait dynamique avec un taux de chômage inférieur à 10% en 2026 et une croissance annuelle moyenne des effectifs occupés de 2,1% sur la période 2023-2026 (avec la création de 1,1 million d'emplois en équivalent temps plein jusqu'en 2026).

En termes de recettes, le programme tient compte des mesures votées dans le budget 2023 (hausse de l'impôt sur le revenu des personnes physiques pour les revenus du capital, taxe sur les banques et l'énergie, impôt de solidarité de grandes fortunes en 2023-2024) et la hausse des cotisations sociales prévue dans la réforme des retraites. Ainsi, il est prévu que les recettes augmentent à 43,4% du PIB en 2023 (43% en 2022) et qu'elles continuent d'augmenter jusqu'en 2026 grâce à la croissance des impôts directs et des cotisations sociales, au-dessus PIB nominal. Dans le cas des impôts directs, cela reflète le dynamisme de la collecte dû à la bonne évolution qui est projetée sur le marché du

travail et aussi l'hypothèse que les facteurs structurels post-pandémiques, tels que l'émergence de l'économie souterraine après la réforme du marché du travail, la moindre fraude fiscale ou l'essor du commerce en ligne, seront consolidés.

Les dépenses publiques diminueront progressivement en pourcentage du PIB, en raison de la forte augmentation du PIB nominal et d'une meilleure maîtrise des dépenses (hors retraites et intérêts). Ainsi, les dépenses publiques primaires (c'est-à-dire sans prise en compte des paiements d'intérêts) passeront de 45,4% du PIB en 2022 à 43,4% en 2026. L'ajustement de la rémunération des salariés passerait de 11,6% en 2022 à 11,2% en 2026, et les subventions, de 2,0% en 2022 (très élevées en raison de la prime de 20 centimes par litre pour le carburant, déjà supprimée en 2023) à 1,4% en 2026. En revanche, les dépenses concernant les retraites, liées par la loi à l'évolution de l'inflation, devraient croître à un rythme supérieur à celui du PIB nominal en 2023 et à un rythme similaire en 2024-2026.

Prévisions	% du PIB 2022	% du PIB 2023	% du PIB 2024	% du PIB 2026
Recettes	43	43,4	43,3	43,8
Impôts indirects	12,1	11,9	12	11,8
Impôts directs	12,4	13,2	13,5	14,3
Impôts sur le capital	0,4	0,4	0,3	0,3
Cotisations sociales	13,6	13,9	14	14
Autres revenus	4,6	4	3,5	3,4
Dépenses publiques	47,8	47,3	46,3	46,3
Rémunération des employés	11,6	11,3	11,2	11,2
Prestations sociales	17,2	17,7	17,6	17,7
Formation brute de capital	2,8	2,7	2,6	2,4
Charges d'intérêts	2,4	2,4	2,6	2,9
Subventions	2	1,8	1,3	1,4
Solde public	-4,8	-3,9	-3,0	-2,5
Solde primaire	-2,4	-1,5	-0,4	0,4

 **Notre opinion** —La charge d'intérêts, variable-clé pour la soutenabilité de la dette, est prévue en hausse modérée, ce qui la placera à 2,9% du PIB en 2026 (2,4% en 2022), puisque la croissance du PIB nominal et la durée de vie moyenne de la dette espagnole limitera sa hausse. Ces chiffres reposent sur l'hypothèse que le taux de l'obligation espagnole à dix ans se situera entre 3,5% et 4,0% entre 2023 et 2025, reflétant la hausse des taux d'intérêt en cours. Selon une analyse de sensibilité une augmentation supplémentaire du coût de financement de 120 points de base. Par rapport au scénario de base, ramènerait la charge d'intérêts à 3,6% du PIB en 2026 et le déficit public serait de 3,6% du PIB (au lieu de 2,5% dans le scénario de base). La dette publique serait progressivement réduite en pourcentage du PIB, mais resterait à des niveaux élevés. Elle passerait de 113,2% du PIB en 2022 à 106,8% en 2026. L'essentiel de l'ajustement serait le fait de la croissance du PIB nominal.

¹ Autorité indépendante pour la responsabilité fiscale

Royaume-Uni

Royaume-Uni : le marché du travail met la BoE au défi de poursuivre le resserrement

À une semaine de la prochaine réunion de politique monétaire de la *Bank of England*, dont la décision sera annoncée le 22 juin, les données du marché du travail pour la période février-avril ont de nouveau défié les lois de la gravité. La BoE surveille de près les signes de tensions sur le marché, la croissance des salaires notamment, pour juger de la persistance des pressions inflationnistes domestiques. Certes, le marché du travail est en train de s'assouplir, à en juger par le rebond de la participation. Cependant, ce processus est trop lent, tout comme l'est celui de la baisse de la demande de personnel. Le déséquilibre offre-demande, bien qu'ayant commencé à se résorber, continue de générer des pressions à la hausse sur les salaires. Les pénuries de main-d'œuvre sont toujours élevées, ce qui favorise le pouvoir de négociation des salariés et des demandeurs d'emploi face à une crise du pouvoir d'achat qu'ils cherchent à neutraliser. Le risque de mise en place d'une boucle prix-salaires est bien présent (comme le montrent les nombreux rapports de presse se faisant l'écho du succès des campagnes salariales dans le public comme dans le privé) et est naturellement au centre des préoccupations de la BoE.

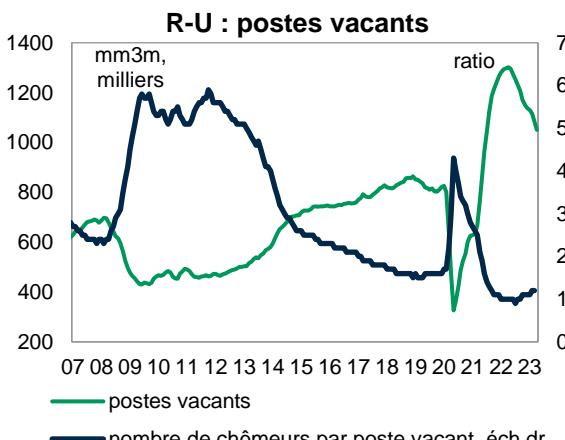
Les chiffres de croissance des rémunérations du mois d'avril ont été plus forts qu'anticipé. La croissance de la rémunération hebdomadaire moyenne (bonus inclus) dans l'économie a atteint 6,5% sur les trois mois à fin avril, contre 6,1% en mars, chiffre révisé à la hausse. Et la croissance des salaires seuls a bondi à 7,2% après 6,8% en mars. La hausse de 9,7% du salaire minimum en avril (*National Living Wage*) a vraisemblablement joué un rôle dans ce chiffre total. La croissance des salaires dans le privé atteint un record (hors pic post-pandémie lié à des effets de base) à 7,6%, après 7,1% en mars. Les salaires accélèrent dans tous les grands secteurs à l'exception de la construction. Leur rythme de progression est le plus élevé dans la finance et les services aux entreprises (9,2%) et

dans le secteur manufacturier (7%). La croissance de la rémunération totale réelle reste toutefois négative, à -2%, compte tenu d'une inflation toujours élevée.

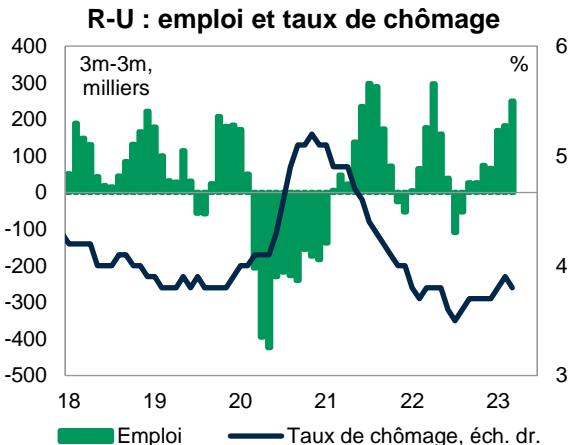
Le taux de chômage a baissé de 3,9% en mars à 3,8% en avril, contrairement aux anticipations du consensus d'une hausse à 4%. Toutefois, il est toujours supérieur à son niveau de fin 2022-début 2023 (3,7%). L'emploi a fortement rebondi (+250 000 sur les trois mois à fin avril par rapport aux trois mois à fin janvier) et retrouve son niveau d'avant Covid (février 2020) de plus de 33 millions. Cette hausse de l'emploi a permis d'absorber la majeure partie des nouveaux actifs intégrant le marché du travail sur les trois derniers mois, dont le nombre a dépassé 300 000, tout en laissant sur le marché près de 50 000 nouveaux chômeurs. Le taux d'inactivité a baissé de 0,4 point de pourcentage à 21%. Cette baisse s'explique par un nombre moindre de personnes se déclarant inactives pour raisons familiales. En revanche, les inactifs à cause d'une maladie de longue durée a augmenté à un niveau record.

Cette hausse de la participation (et donc de l'offre de main-d'œuvre) s'est accompagnée d'une nouvelle baisse du nombre de postes vacants, pour le onzième mois consécutif. Sur la période mars-mai, ils chutent de 79 000 à 1 051 000, ce qui reste un niveau extraordinairement élevé (Il y a toujours environ un chômeur pour un poste vacant, contre trois en moyenne sur la période 2010-2019, signe que le marché du travail est toujours très tendu).

L'enquête REC/KPMG sur l'emploi fournit, selon la BoE, un bon indicateur avancé de la croissance des salaires dans le privé. Elle dresse un tableau mitigé des perspectives d'emploi et suggère la poursuite de la résorption des déséquilibres. Selon la dernière enquête publiée le 8 juin et portant sur des données du 11 au 24 mai, l'offre globale de main-d'œuvre s'est améliorée pour le troisième mois consécutif en

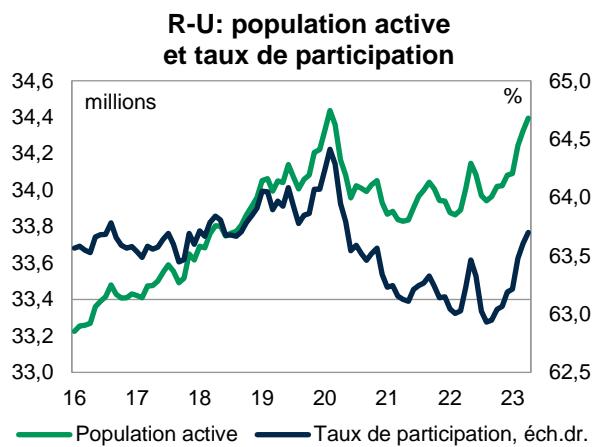


Sources : ONS, Crédit Agricole S.A.

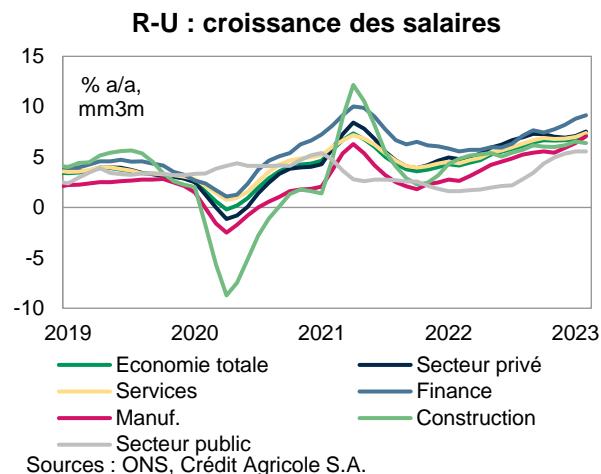


Sources : ONS, Crédit Agricole S.A.

mai et a augmenté au rythme le plus élevé depuis décembre 2020. Les recruteurs attribuaient cette reprise à des licenciements et à un ralentissement des embauches. Côté demande de personnel, un ralentissement est observé pour le troisième mois consécutif. Les recrutements permanents baissent pour le huitième mois consécutif sur fond de prudence accrue de la part des employeurs et des prises de décisions retardées. Au final, les pressions



sur les salaires restent très élevées, mais l'inflation salariale de départ glisse à son plus bas niveau en un peu plus de deux ans. Selon cette enquête, la croissance de la rémunération temporaire a également légèrement diminué en mai et a été la deuxième plus lente depuis avril 2021. La croissance des salaires devrait donc s'infléchir au second semestre mais resterait encore très élevée.



Notre opinion – Pour la majorité des membres du comité de politique monétaire, la poursuite de la résorption du déséquilibre offre-demande sur le marché du travail devrait être rassurante, mais à l'évidence encore insuffisante pour peser sur les salaires. Il est trop tôt pour que la BoE baisse la garde, ou s'autorise une pause comme le fait la Fed. Les chiffres d'inflation de mai, qui seront publiés le 21 juin, seront le dernier maillon-clé de la décision de la BoE. Nous anticipons une nouvelle hausse du taux directeur de 25 points de base à 4,75%, avec trois membres susceptibles de voter pour une hausse plus substantielle de 50 pdb. La BoE pourrait même opérer un changement de la forward guidance laissant la porte ouverte à une action plus musclée (soit 50 points de base) si les données futures venaient de nouveau à surprendre fortement à la hausse.

Pays émergents

Asie

➡ Chine : quelle réaction face au ralentissement de la croissance ?

Il y a un an, les habitants de Shanghai sortaient à peine d'un confinement de deux mois, qui continue de marquer le cycle et les habitudes de consommation.

Loin de la reprise en fanfare espérée, l'économie chinoise peine à retrouver sa dynamique. Et la prudence des autorités, qui avaient annoncé que la cible annuelle de 5% de croissance nécessiterait beaucoup d'efforts, n'est finalement pas seulement de mise.

Les données d'activité de mai dressent donc le portrait d'une Chine peinant à se relever des multiples crises qui la traverse : crise de la consommation, crise immobilière, crise démographique et maintenant inquiétudes grandissantes face au spectre d'une crise de la dette qui viendrait des collectivités locales.

Ce que nous disent les données de mai

Déjà, que la croissance se rééquilibre, mais que cela n'est pas forcément une bonne nouvelle. Jusqu'ici, la faiblesse de la consommation avait été en partie compensée par des exportations très dynamiques. Ces dernières ont eu beau résisté plus longtemps que ce qui était anticipé, notamment grâce à la demande venue du reste de l'Asie, qui a compensé le ralentissement côté européen et américain, le retournement du cycle est maintenant engagé.

Il se lit aussi dans les chiffres de la production industrielle. Les indices PMI, parus en début de mois, pointaient déjà le ralentissement de l'activité dans l'industrie, avec toutefois un peu plus d'optimisme dans les activités liées à l'exportation. Cela n'est pas contradictoire : les exportations ralentissent, mais demeurent à un niveau plus élevé qu'avant le Covid. La contribution nette du commerce extérieur à la croissance, en revanche,

ne retrouvera sans doute pas son niveau de 2021 et 2022.

Du côté domestique, la production ne peut profiter d'un regain de la demande, qu'il vienne des ménages ou des autres entreprises. Côté ménages, l'heure est de nouveau à l'épargne. Au premier trimestre, pourtant plus dynamique en termes de ventes au détail, les ménages ont accumulé près de 10 000 milliards de yuans (environ 1 300 milliards d'euros) sur leurs comptes. Leur priorité ? Le désendettement – le stock de crédits habitation a diminué pour la première fois en vingt ans –, puis l'épargne, et enfin la consommation.

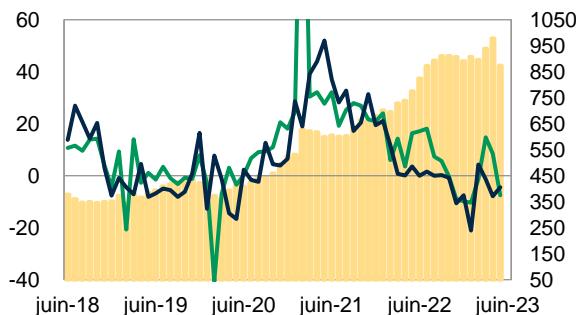
Les autorités ont eu beau proclamé l'année 2023 « année de la relance de la consommation », la crise de confiance des ménages est profonde. Elle est renforcée par les turbulences du marché immobilier, qui ne sont toujours pas apaisées, et par la crainte que le chômage, déjà massif chez les jeunes, ne se diffuse dans le reste de l'économie.

Face à ces difficultés, les autorités cherchent à soutenir l'économie, sans toutefois créer de nouvelles zones de faiblesse ou de nouveaux déséquilibres.

Les autorités entre action et prudence

La banque centrale a surpris le marché en baissant son taux de *reverse repo* à sept jours de 10 points de base (de 2% à 1,9%) en début de semaine, puis le taux à moyen terme (de 2,75% à 2,65%). Ce dernier s'attendait effectivement à un nouvel assouplissement de la politique monétaire, mais ne l'anticipait pas si tôt. Ces mesures pourraient être complétées par une baisse du taux des réserves obligatoires. Cette annonce a également pesé sur le yuan, qui a cédé du terrain face au dollar et se rapproche de nouveau du niveau historique qu'il avait atteint en novembre, à 1 dollar pour 7,3 yuans.

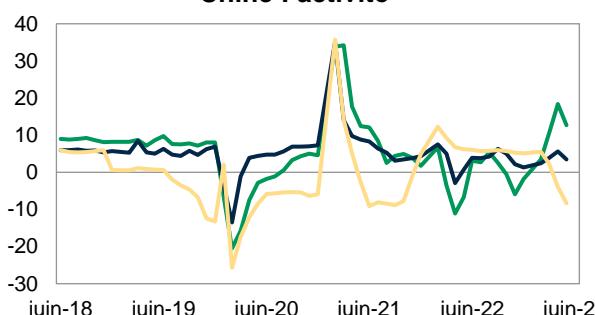
Chine : balance commerciale



Source : Administration générale des douanes
█ solde commercial (cumul 12 mois, mds USD) (dr.)
█ exportations (a/a, %)
█ importations (a/a, %)

Source : Adminstration générale des douanes

Chine : activité



Source : NBS
█ ventes de biens de consommation (nom, a/a, %)
█ production industrielle (vol, a/a, %)
█ investissement urbain (cumul, nom, a/a, %)

Cette fois ci en revanche, la devise chinoise est la seule à se déprécier face au dollar – fin 2022, le mouvement était global parmi les devises émergentes ou avancées –, signe que le marché réagit par rapport à des tendances domestiques et non mondiales.

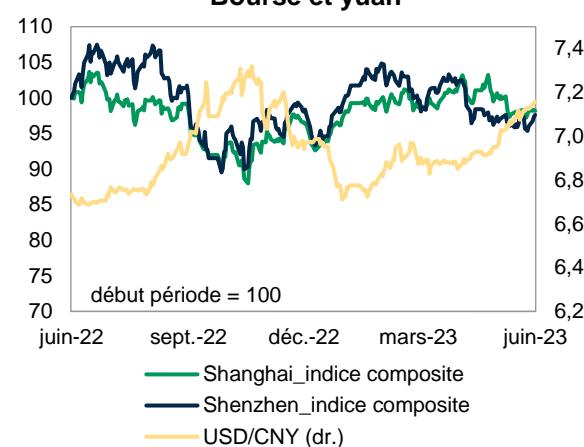
Cette politique monétaire plus accommodante se justifie toutefois sur le plan macro-économique. La Chine ne connaît actuellement aucune tension inflationniste. Au contraire, le pays flirte depuis trois mois avec la déflation, en affichant un rythme de hausse des prix inférieur à 1% en glissement annuel (0,2% en mai). Les prix de production sont quant à eux en contraction depuis le début de l'année. La Chine souhaite aussi soutenir sa production de crédits, qui suit globalement la même tendance que le reste de l'économie : un rythme soutenu sur le premier trimestre de l'année, qui tend à rapidement décélérer depuis deux mois.

Côté budgétaire, les équations sont plus délicates. Les discussions autour du surendettement de certaines provinces ou municipalités ont émergé ces dernières semaines, en pointant du doigt la structure même de financement de la sphère locale chinoise. Opaques, les véhicules de financement des provinces (les LGFVs) ont surtout servi à apporter de la liquidité au secteur immobilier, aujourd'hui nettement à l'arrêt. Devant un modèle arrivant en bout de course, les autorités ne veulent pas reproduire les erreurs faites sur le marché immobilier, à savoir imposer des lignes rouges en termes de solvabilité et liquidité, ayant précipité une crise de liquidités dans le secteur.

L'enjeu est donc de désendetter les collectivités locales, mais de manière graduelle, et surtout de se désengager de secteurs très consommateurs en capital, dans lesquels son efficacité s'est réduite ces dernières années, pour évoluer vers des dépenses plus sociales, comme l'éducation ou le soutien à la consommation.

Le problème est que la Chine ne dispose pas pour l'instant des bons relais de politiques publiques dans ces domaines. Actuellement, les actions sont ciblées sur des mesures purement keynésiennes (bons d'achat à utiliser dans les magasins locaux) et court-termistes et non sur le développement d'un véritable filet de protection sociale, qui pourrait être déployé par l'État central, qui bénéficie encore de marges de manœuvre d'endettement.

Bourse et yuan



Notre opinion – Les autorités chinoises sont comme prises entre deux feux. Elles ne peuvent ignorer que la reprise ne tient pas ses promesses. Au contraire, elles l'avaient presque anticipé en indiquant que la cible de 5% nécessiterait de nombreux efforts. Jugée pourtant prudente, voire conservatrice, cette cible sera sûrement atteinte grâce à un premier trimestre solide et un acquis de croissance élevé, mais probablement pas largement dépassée, comme on pouvait s'y attendre en mars. L'effet de réouverture de l'économie après trois années de Covid aura été de courte durée, et le problème de confiance s'installe, en particulier chez les ménages qui ont accru leur épargne de précaution. Pour y faire face, la Chine manque encore d'outils adaptés et les « vieilles recettes » ont perdu de leur efficacité : les investissements massifs réalisés lors des deux dernières phases de ralentissement, en 2008 et 2015, ont conduit à une hausse rapide et massive de l'endettement de l'économie, et le capital a perdu de son efficacité. À 300% du PIB, ce taux dépasse celui de la plupart des économies, avancées ou émergentes. Surtout, le décollage chinois étant encore récent, l'accumulation de capital en face de cette montagne de dette n'est pas encore suffisante pour s'autoriser ce niveau. La non-convertibilité du yuan et la fermeture du bas de la balance des paiements permettent toutefois de limiter les risques de crise de la dette, du moins comme résultante d'un choc externe.

La Chine est bien consciente de ce problème de surendettement, et c'est ce qui explique aussi en partie la réaction limitée des autorités sur le plan budgétaire. Le canal local étant relativement bloqué par une crise immobilière qui peine à se résoudre, la solution viendra peut-être de l'État central, qui dispose encore de certaines marges de manœuvre. Sachant ses ressources limitées, la Chine effectue dans la douleur sa mue d'un modèle extensif (fondé sur l'accumulation de travail et de capital) à intensif (fondé sur une optimisation des ressources existantes) de croissance. Un passage nécessaire, mais pas toujours victorieux : le danger de la trappe aux revenus intermédiaires n'est jamais loin.

Moyen-Orient et Afrique du Nord

☞ Libye : une meilleure visibilité depuis le retour du FMI

Après dix années d'absence, le FMI annonce son retour dans la surveillance et ses activités de conseil auprès de la Libye et vient de publier son diagnostic économique (Article IV). La dernière publication du Fonds sur le pays datait de 2013... Une interruption marquée une guerre civile très destructrice sur fond de prédation de la rente pétrolière. La récente mission du FMI permet donc d'y voir un peu plus clair sur les chiffres macro-économiques, compte tenu des grandes déficiences de l'appareil statistique profondément abîmé par la partition du pays entre Tripolitaine, Cyrénaïque et Fezzan.

Pays de 6,8 millions d'habitants (dont 10% sont étrangers), son PIB a été estimé à 37 milliards de dollars en 2022 par le FMI. Ce qui fait ressortir un PIB par habitant à 5 400 dollars, un chiffre plutôt modeste pour un pays pétrolier. La Banque mondiale évalue, pour sa part, le PIB par habitant en parité de pouvoir d'achat entre 20 000 et 24 000 dollars, ce qui hisse le pays dans la deuxième catégorie des pays les plus riches.

Le pays est totalement rentier : 95% des ressources fiscales et des recettes d'exportations proviennent de la production de pétrole. L'apaisement des tensions internes et la réouverture de certains puits ont permis à la production de se redresser à 1,2 million de barils par jour. Un chiffre qui reste inférieur au 1,8 produit avant la révolution de 2011, mais qui assure au pays de confortables excédents budgétaires et courants au niveau de prix actuel entre 75 et 90 dollars par baril.

Avec un prix de pétrole moyen de 68 dollars par baril en 2023, le FMI estime l'excédent budgétaire à 8,5% du PIB et l'excédent courant à 7,6% du PIB. Une forme d'aisance financière pour un pays dépourvu de dette publique et de dette externe (les déficits budgétaires des années passées ont été monétisés par émission monétaire).

Malgré ses deux banques centrales concurrentes, l'une à Tripoli et l'autre à Benghazi, la CBL (Central

Bank of Libya) de Tripoli a réussi à maintenir une forme de solidité institutionnelle en assurant le strict contrôle des capitaux, le régime de change fixe au DTS (droits de tirage spéciaux du FMI) et introduisant des taxes sur les échanges commerciaux externes, afin de renflouer les caisses de l'État.

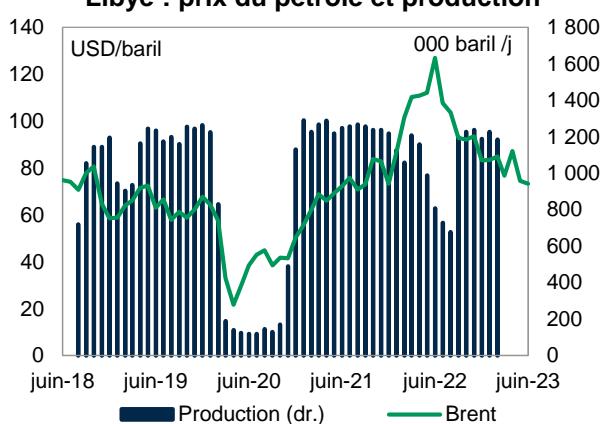
Cette politique monétaire très articulée a permis la préservation d'un solide socle de réserves en devises qui s'élève à 81 milliards de dollars, soit plus de deux fois le PIB du pays, un matelas de sécurité extrêmement favorable en cas de retournement de conjoncture sur les marchés pétroliers ou de nouvelles tensions politiques internes.

La préservation de ces réserves a été nettement renforcée par la forte dévaluation du dinar début 2021. Une politique qui n'a pas produit d'inflation importée en raison de la réactivité de la Banque centrale. Le Fonds indique par ailleurs que la CBL résiste aux pressions à la réévaluation de la devise tant que la situation politique ne s'améliore pas.

Les préconisations du Fonds sont nombreuses et certaines relèvent de vrais défis politiques. Pour n'en citer que quelques-unes, le Fonds recommande :

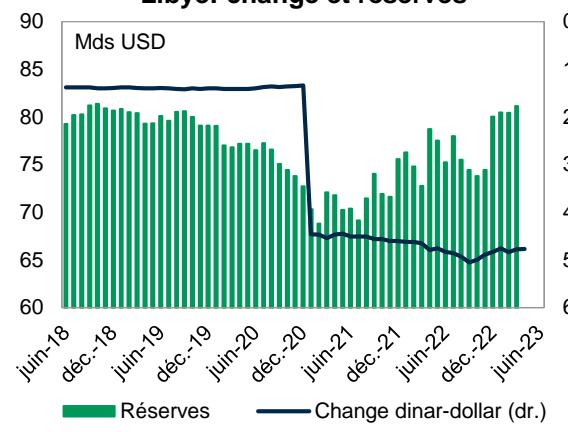
- ✓ De réformer la subvention à l'essence : très fortement subventionnée, l'essence à la pompe coûte 3 cents de dollars le litre, un prix inchangé depuis 1978... Seul le Venezuela est moins cher ;
- ✓ De renforcer et de moderniser le fonctionnement du système bancaire, notamment à l'Est ;
- ✓ De mettre en place des produits d'*« islamic banking »* adéquats en raison de la prohibition de l'intérêt qui a freiné l'activité de crédit depuis 2013 (le crédit ne représente que 10% du PIB) ;
- ✓ D'accélérer le rapprochement avec la Banque centrale de Benghazi (territoire de l'Est) afin de mettre fin au double système monétaire ;

Libye : prix du pétrole et production



Sources : ICIS Pricing, EIA, Crédit Agricole SA

Libye: change et réserves



Sources : FMI, Crédit Agricole SA

- ✓ De voter un budget, de renforcer la fiscalité et de prioriser les dépenses de l'État, afin d'en faire un outil de politique économique et non plus de redistribution des richesses accumulées ;
- ✓ De renforcer le contrôle des 2 000 entreprises parapubliques par un système centralisé ;

- ✓ D'améliorer significativement l'appareillage statistique ;
- ✓ Et de mettre en œuvre une stratégie de diversification économique en utilisant les potentialités du pays et en développant les entreprises privées.

Notre opinion – *L'avenir économique de la Libye est totalement dépendant de l'évolution de la situation politique qui reste très précaire. Malgré les discussions non rompues dans le processus de rapprochement politique, les tensions subsistent entre les dirigeants de l'Ouest et de l'Est et leur soutiens externes. Par ailleurs, les milices armées officiellement reconnues par les autorités et dirigées par des « seigneurs de la guerre » maintiennent le territoire dans un état d'insécurité permanent. Le processus électoral suspendu depuis plus de deux ans tarde à se relancer, malgré la forte demande de la population et les efforts de l'ONU.*

Afrique sub-saharienne

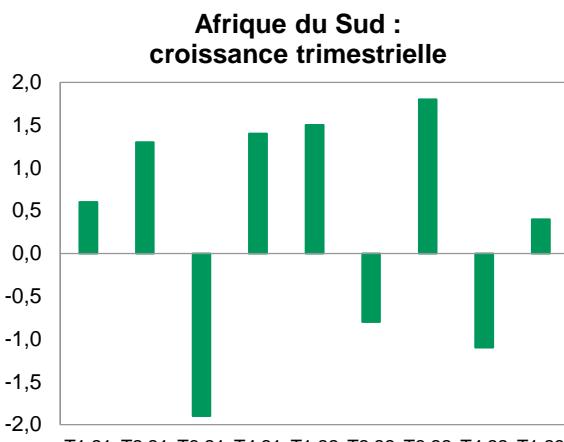
Afrique du Sud : une récession évitée de justesse et des indicateurs économiques qui s'améliorent

L'Afrique du Sud a enregistré au premier trimestre 2023 une croissance modeste de 0,4%, après que l'activité économique a terminé l'année 2022 en berne en se contractant de 1,1% au quatrième trimestre. Elle évite ainsi de justesse une récession, pourtant fortement anticipée par les marchés.

Cette reprise de l'activité est due à de meilleures performances dans huit des dix secteurs recensés, par rapport au trimestre précédent : la finance (+0,6%, soit une contribution de 0,2 point de pourcentage – pp – à la croissance du PIB), l'industrie minière (+0,9%), la construction (+1,1%), l'industrie manufacturière (+1,5%, soit 0,2 pp), le commerce (+0,7% soit 0,1 pp), les services des administrations publiques (+0,2%) et les services sociaux (+0,8%, soit 0,1 pp). Néanmoins, le secteur agricole (-12,3% et une contribution de -0,4 pp), très énergivore, pâtit toujours des coupures d'électricité récurrentes dans le pays (baisse de la production de

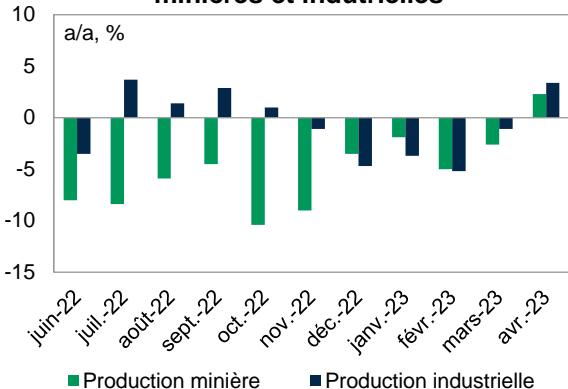
7,7% en moyenne au premier trimestre) et dont le rythme s'est accéléré à près de dix heures par jour.

Du côté de la demande, on note une hausse des dépenses publiques (+1,2% soit 0,2 pp), des dépenses privées (+0,4% soit 0,3 pp) et de l'investissement FBCF (+1,4%). Les exportations nettes ont quant à elles contribué négativement à la croissance du PIB (-0,2 pp), après une croissance des importations (+4,4%) plus rapide que celle des exportations (+4,1%). La hausse des importations est largement influencée par l'augmentation des échanges de machines et d'équipements, des produits chimiques et des véhicules et matériels de transport. Globalement, la balance courante a enregistré une meilleure performance au cours des trois premiers mois de l'année. D'après la banque centrale sud-africaine (SARB), le déficit du compte courant s'est resserré à 1% du PIB, contre 2,3% fin 2022, soutenu principalement par une hausse de



Sources : Statistics South Africa, Crédit Agricole S.A./ECO

Afrique du Sud : productions minières et industrielles



Sources : Statistics South Africa, Crédit Agricole S.A./ECO

l'excédent commercial et une réduction du déficit de la balance des services.

La reprise de l'activité dans le secteur manufacturier se reflète dans le redressement de la production manufacturière qui, après cinq mois de contraction, repart à la hausse (+3,4% en avril en glissement annuel). Ce rebond s'explique d'abord par un important effet de base, puisqu'en avril 2022 l'économie avait été frappée par de graves inondations dans la province du KwaZulu-Natal. Le retour en territoire positif de la croissance de la production industrielle est imputable aux bonnes performances enregistrées dans les filières alimentaires et des boissons (+4,6%, soit une contribution de 1 pp) tirées par la hausse dans la production des boissons (+11,5%) et des produits laitiers (+15%), de la métallurgie (5,3%, soit 1,1 pp), avec une expansion notable de la production de métaux (+32,9%), de la pétrochimie (+2,8%, soit 0,6 pp) avec notamment une hausse de la production de pétrole (+12,3%).

En parallèle, l'indice des prix à la production manufacturière a continué d'augmenter en avril, mais à un rythme moins soutenu. Il s'élevait à 8,6%

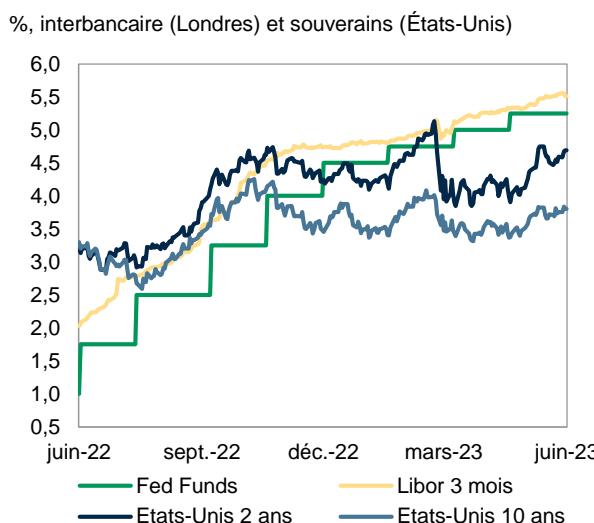
sur un an, contre 10,6% en mars. L'indice enregistre ainsi un ralentissement pour le neuvième mois consécutif. Pour rappel, cet indice mesure la variation des prix des biens produits dans le pays et en sortie d'usine. Les principaux postes qui continuent de justifier l'inflation des prix à la production sont : l'industrie pétrochimique (+6% en glissement annuel, avec une contribution de 1,6 pp), l'industrie alimentaire (+8,4%, soit 2,2 pp), les métaux et machines (+6,9%, soit 1 pp), l'industrie papetière (+16,1%, soit 1,3 pp) et enfin les équipements de transport (+13,8%, soit 1,2 pp). La ventilation par produit dévoile une hausse des prix plus élevée de l'électricité et de l'eau (13,1%), suivis des produits miniers (10,5%), de l'agriculture et de la pêche (6%) et enfin des biens intermédiaires (4,6%).

Enfin, après quatorze mois consécutifs de contraction, la production minière se redresse enfin en avril 2023, à +2,3% en glissement annuel. Les filières ayant soutenu ce redressement ont été l'or (+27,4%, soit une contribution de 3,5 pp) et le charbon (12,5%, soit 3,1 pp).

☒ Notre opinion – Ces résultats quelque peu rassurants ne changent pas fondamentalement les anticipations pour cette année. La croissance restera atone avec une prévision du FMI de 0,1% en 2023, après 2% en 2022 et 4,9% en 2021, avant de se redresser à 1,8% en 2024. Les craintes qui planent au-dessus de l'économie sud-africaine se reflètent dans la récente évaluation du FMI estimant que la poursuite des délestages, la modération des prix des matières premières et l'incertitude concernant l'environnement international vont continuer de peser sur l'activité à court terme. De plus, des obstacles structurels importants tels que les rigidités sur le marché du travail et une position fiscale fragile sont autant de menaces à la croissance et à la cohésion sociale du pays. Le FMI encourage ainsi le pays à consolider les finances publiques et mettre en place des réformes structurelles pour une croissance inclusive et durable.

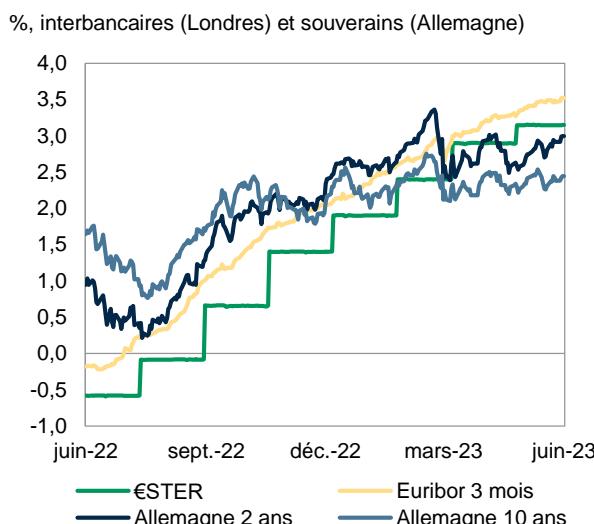
Tendances à suivre

Taux d'intérêt en dollar américain



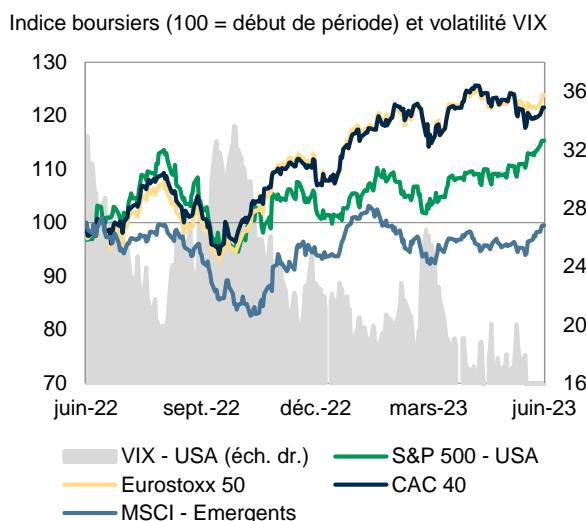
Source : Thomson Reuters

Taux d'intérêt en euro



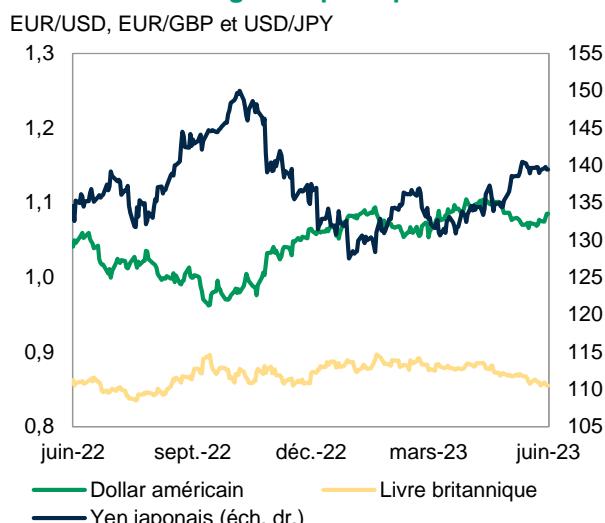
Source : Thomson Reuters

Marché actions



Source : Thomson Reuters

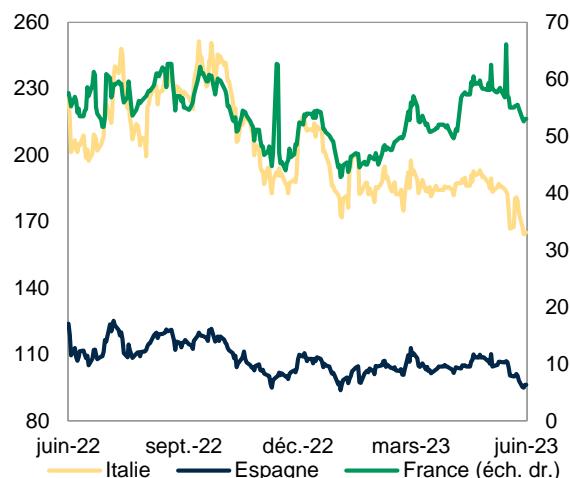
Taux de change des principales devises



Source : Thomson Reuters

Spreads souverains européens avec le Bund

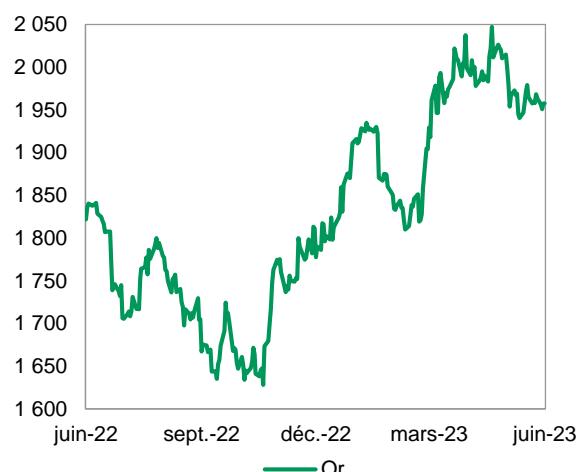
Pdb, dette en EUR à dix ans



Source : Thomson Reuters

Cours de l'once d'or

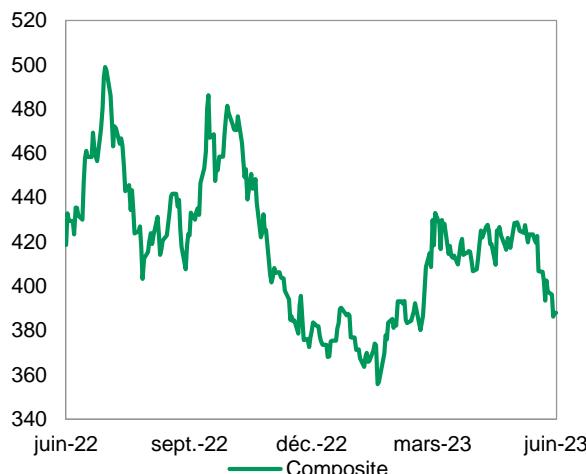
USD/Once troy (Londres)



Source : Thomson Reuters

Spreads souverains émergents avec le T-Bond

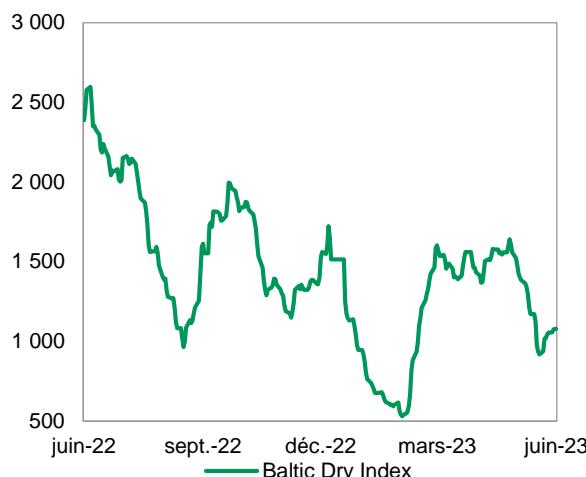
Indices EMBI+ (pdb, dette en USD de plus d'un an)



Source : JP Morgan

Coût du transport maritime de vrac sec

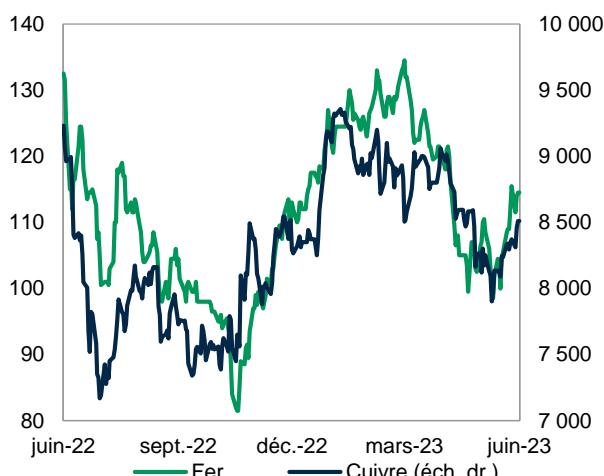
Baltic Dry Index (USD/point)



Source : Baltic Exchange

Cours des métaux

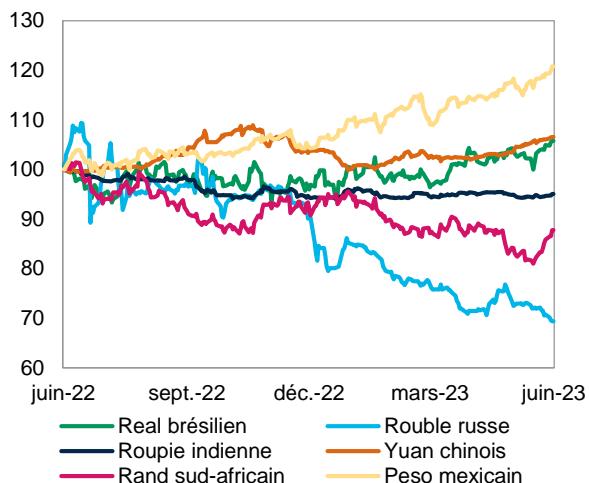
USD/tonne métrique



Sources : Steel Home, London Metal Exchange

Devises émergentes

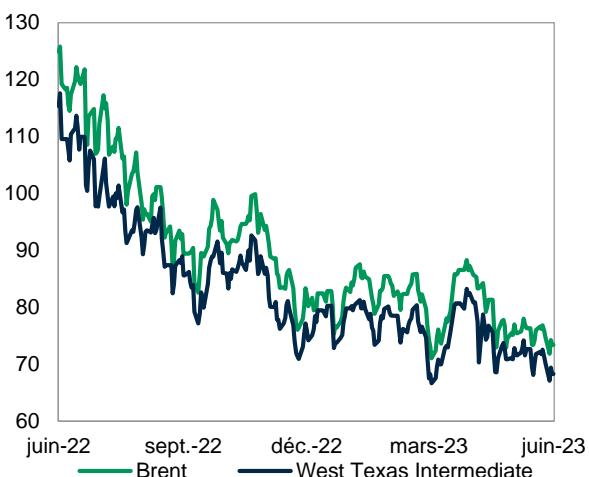
/USD (indice 100 = début de période)



Source : Thomson Reuters

Cours du baril de pétrole brut en USD

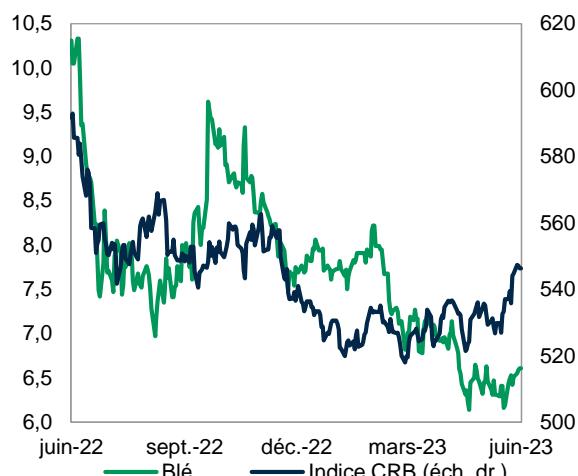
Brent (mer du Nord) et WTI (golfe du Mexique)



Source : Thomson Reuters

Agriculture

SRW Wheat (USD/boisseau) et CRB foodstuffs (USD/point)



Sources : USDA, CRB

Consultez nos dernières parutions en accès libre sur Internet :



Monde – Scénario macro-économique 2023-2024 – Avril 2023

[Un ralentissement « baroque »](#)

Date	Titre	Thème
14/06/2023	Moyen-Orient & Afrique du Nord – Les pays producteurs de pétrole profitent de la bonne conjoncture pour se désendetter	Moyen-Orient Afrique du Nord
14/06/2023	France – Réindustrialiser, un enjeu pour la croissance et la souveraineté de l'économie française	France
13/06/2023	Italie – Baisse de la production industrielle	Italie
13/06/2023	Zone euro – Le PIB recule au T1 2023	Europe
09/06/2023	Monde – L'actualité de la semaine	Monde
08/06/2023	La Hongrie sur le banc des vilains !	PECO - Europe
08/06/2023	News géoéconomiques	Géoéconomie
07/06/2023	Chine – Zones de flou, lignes de faille	Asie
06/06/2023	Italie – L'Istat révise à la hausse la croissance du T1	Italie
05/06/2023	France – Recul de l'inflation en mai, quelles perspectives pour la consommation ?	France
05/06/2023	Webconférence – Avenir de l'Europe / NGEU – Le plan de relance européen : où en est-on trois ans après ?	Europe

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, géo-économie : 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 BENSAID

Documentation : Elisabeth SERREAU

Statistiques : Datalab ECO

Réalisation et Secrétariat de rédaction : Fabienne PESTY

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.