

Perspectives

Hebdomadaire – N°23/208 – 13 juillet 2023

Nous vous souhaitons de bonnes vacances. Rendez-vous le 8 septembre 2023

MONDE – L'actualité de la semaine

☞ Baisse de l'inflation américaine en juin, un nouvel espoir ?	2
☞ La nouvelle frontière de l'impératif de sécurité économique européen.....	3
☞ Espagne : le PIB révisé à la hausse au T1.....	6
☞ Royaume-Uni : la couronne n'a pas été trop lourde pour la croissance en mai	7
☞ Inde : le retrait de Foxconn, reflet des faiblesses indiennes	8
☞ Chili : l'ajustement du bilan des agents privés	10
☞ Moyen-Orient – Afrique du Nord : les Fonds souverains, des acteurs économiques plus engagés	11
☞ Sénégal : pas de troisième mandat pour Macky Sall.....	13

➡ Baisse de l'inflation américaine en juin, un nouvel espoir ?

L'inflation américaine a de nouveau surpris à la baisse au mois de juin, atteignant 3% sur un an après 4% au mois de mai. Argument plus important encore pour justifier l'arrêt prochain des hausses de taux d'intérêt par la *Federal Reserve*, l'inflation sous-jacente a également ralenti nettement pour atteindre 4,8% sur un an en juin après 5,3% en mai. Ce taux d'inflation est encore trop élevé pour la *Fed* et les marchés anticipent toujours une hausse de 25 pdb du *Fed Funds Rate* en juillet ce qui porterait le haut de sa fourchette à 5,5%. Toutefois, la baisse de l'inflation accélère et les investisseurs espèrent que cette hausse sera la dernière. Le *job report* paru en fin de semaine dernière a indiqué un ralentissement plus rapide qu'anticipé des créations d'emplois en juin (même si la croissance des salaires est restée élevée). En outre, la baisse de l'inflation sous-jacente, moins volatile, réduit les craintes d'une inflation portée par la demande domestique qui justifierait de nouvelles hausses de taux d'intérêt risquant de porter un coup d'arrêt à l'activité économique, jusqu'à présent résistante. À cet égard, la croissance du PIB du premier trimestre 2022 a été révisée à la hausse et atteint 2% en rythme annualisé. Elle est, de plus, portée par la bonne tenue de la demande intérieure, facilitée par le recul de l'inflation.

La *Fed* devrait éviter de mener une politique trop restrictive alors qu'est toujours anticipé un ralentissement de la croissance en fin d'année, notamment retenu dans notre scénario central. Le rebond de la demande intérieure, lié à la baisse de l'inflation, a été permis par l'utilisation de l'épargne accumulée pendant la crise et le taux d'épargne aux États-Unis est désormais nettement inférieur à son niveau d'avant pandémie : les ménages ont donc désormais recours à l'endettement pour financer leur consommation et le rebond pourrait être de courte durée. Autre facteur potentiel de ralentissement, les effets du resserrement monétaire se transmettent à l'économie avec un retard, l'investissement et, surtout, le marché de l'emploi risquent donc d'être encore plus affectés au cours des prochains mois.

Cet espoir renouvelé de fin proche du cycle de resserrement monétaire s'est répercuté favorablement sur l'ensemble des classes d'actifs au cours de la semaine.

Les actions américaines sont en hausse (+1,4% sur une semaine pour le S&P500) et le VIX, indicateur de volatilité, recule. Les taux d'intérêt sur les obligations souveraines se replient. Le rendement des *Treasuries* à 2 ans perd 34 pdb à 4,64% et celui des *Treasuries* à 10 ans 21 pdb à 3,8%. Le dollar cède également du terrain face à la plupart des devises. En particulier, il perd 3,9% face au yen à 138,45 yens. En effet, alors que la fin du cycle de resserrement monétaire approche aux États-Unis, la BoJ (*Bank of Japan*) pourrait, selon les marchés, relâcher son contrôle de la courbe des taux, ce qui permettrait aux taux longs de remonter.

En Europe, les marchés semblent rassurés par les évolutions de l'inflation outre-Atlantique mais également par la baisse de l'inflation européenne : ils ont globalement effacé les pertes de la semaine dernière.

Les marchés actions sont en nette hausse, +3,8% sur une semaine pour l'Eurostoxx50 et même +4,1% pour le CAC40. En revanche, les mouvements sont moins marqués qu'aux États-Unis sur les taux souverains, alors que deux hausses supplémentaires des taux directeurs de la BCE en juillet et en septembre semblent quasi actées. Le rendement des obligations allemandes à deux ans recule de 15 pdb à 3,1% et le taux du Bund à 10 ans atteint 2,5% (-13 pdb sur la semaine), il reste toutefois en nette hausse sur un mois alors que les taux pourraient rester plus durablement élevés en Europe comme l'a laissé entendre Christine Lagarde à la fin du mois de juin, lors du forum annuel de la BCE à Sintra. Les écarts de taux entre pays de la zone se réduisent également légèrement sur une semaine, le *spread* Bund/OAT perd 4 pdb à 52 pdb et le *spread* avec les obligations italiennes et espagnoles est également en baisse à 167 et 101 pdb respectivement.

Éditorial

☞ La nouvelle frontière de l'impératif de sécurité économique européen

Le 20 juin, la Commission européenne a présenté la stratégie européenne en matière de sécurité économique, puis la mise à jour, le 6 juillet, de son rapport de prospective stratégique. L'engagement des institutions européennes vis-à-vis des questions de sécurité économique de l'Union européenne s'accélère, alors que plusieurs chantiers ont déjà été initiés :

- la stratégie industrielle, mise à jour en 2021, qui passe par des alliances industrielles (visant à accélérer les activités dans les domaines des technologies propres, des matières premières, des processeurs et des semi-conducteurs, des données, du *cloud*) et par des « projets importants d'intérêt européen commun¹ » (visant à mutualiser des ressources au profit d'innovations radicales, de la promotion de l'économie circulaire, du renforcement des compétences écologiques et numériques) ;
- la proposition législative sur les matières premières critiques qui vise à faciliter l'extraction, la transformation et le recyclage des matières premières critiques dans l'Union ;
- le règlement européen sur les semi-conducteurs (*Chips Act*)² dont l'objectif est de garantir la sécurité des approvisionnements
- le règlement pour une industrie « *net zero* » destinée à accroître la production de biens à zéro émission nette.

Le pourquoi d'un impératif européen de sécurité

Le concept traditionnel de sécurité est en cours de redéfinition au sein des institutions européennes. **Le constat, que le modèle d'un ordre mondial fondé sur le multilatéralisme et la mondialisation est à présent largement remis en cause, a mis du temps à se frayer un chemin. Désormais, la prise de conscience que la sécurité comporte de multiples nouvelles dimensions s'est opérée, et l'économie est l'une de ces nouvelles dimensions.** Le besoin de rééquilibrer l'ouverture internationale avec des instruments qui assurent la prospérité de l'Union européenne (UE) et qui prennent en compte la sécurité économique est le

nouveau paradigme qui façonnera la politique étrangère de l'UE dans les années à venir³.

Par rapport à la boussole stratégique⁴ de l'Union de 2022, **le dernier rapport de prospective stratégique de la Commission européenne apporte des précisions quant aux risques et aux menaces qui pèsent sur l'UE.** Il décrit la Chine comme entrant dans une nouvelle ère, axée sur l'influence économique et l'affirmation diplomatique, et visant un changement systémique de l'ordre international. **Il continue de la qualifier de rival systémique et de concurrent économique, tout en la considérant comme un partenaire multilatéral.** Le rapport traduit aussi la plus grande lucidité de l'UE quant à la transformation en cours aux États-Unis, qui suivent une voie d'intégration profonde des politiques intérieures et étrangères, de renforcement de leur base industrielle, de protection des technologies de nouvelle génération et de partenariats économiques accrus avec des pays alignés. **Les États-Unis restent le partenaire stratégique de l'UE.** La stratégie de sécurité européenne a été conçue pour être indifférente à la « dimension pays », elle ne cible pas un pays en particulier, car les menaces peuvent changer avec le temps. Mais elle utilisera un filtre géopolitique dans l'évaluation des risques, qui reflètera le comportement des pays tiers. Elle ne traitera donc pas de la même manière la dépendance des approvisionnements vis-à-vis d'un rival systémique que celle vis-à-vis d'un allié⁵.

Ces transformations dans l'orientation stratégique de la Chine et des États-Unis attisent la rivalité géopolitique, économique et technologique mondiale. Désormais, cette confrontation géoéconomique croissante réorganise les flux mondiaux d'échanges et d'investissements davantage que les principes du libre marché et du libre commerce. Cela augmente le risque de restrictions commerciales et de perturbations des chaînes d'approvisionnement, et entrave la circulation des biens et des services et des technologies. Cela peut également exacerber les dépendances de l'UE, y compris l'accès aux matières premières essentielles nécessaires aux transitions, et remettre en question la survie et le développement des secteurs stratégiques de l'UE. Des politiques, auparavant reléguées à l'échelon national, doivent de plus en plus être pensées globalement et, *a fortiori*, au niveau européen. **L'UE ne peut plus ignorer les**

¹ Important Projects of Common European Interest (IPCEI)

² Voir notre publication [CHIPS Act ou la quête de souveraineté technologique](#), mars 2023

³ Conférence de presse du Haut représentant de l'UE J. Borrell sur la stratégie de sécurité économique, 20 juin 2023

⁴ La boussole stratégique (mars 2022) visait à « doter l'Union européenne d'un plan d'action ambitieux pour renforcer la

politique de sécurité et de défense de l'UE d'ici à 2030 » suite au retour de la guerre en Europe

⁵ Conférence de presse de la vice-présidente de l'UE M. Vestager sur la stratégie de sécurité économique, 20 juin 2023

leviers de la compétition à grande échelle à l'œuvre entre les superpuissances et doit remettre à niveau ses outils de défense du marché unique et élargir ses options politiques.

La nouvelle ère de la confrontation : le contrôle des technologies stratégiques

L'Union s'est déjà mobilisée contre la coercition économique et l'instrumentalisation des dépendances économiques avec son instrument anti-coercition et avec le règlement cadrant le filtrage des investissements directs. Elle commence à sensibiliser les acteurs privés à l'urgence de diversifier les chaînes d'approvisionnement et de sécuriser les chaînes de valeur depuis les phases les plus en amont de la création des connaissances jusqu'aux phases de fabrication et de commercialisation. Elle avance aussi dans la protection des infrastructures critiques.

Elle a aussi davantage œuvré à la promotion et la sauvegarde de sa compétitivité et elle commence à veiller au maintien et au développement de son avance et de sa souveraineté technologique. C'est l'objet de la plateforme relative aux technologies stratégiques pour l'Europe (*Strategic Technologies for Europe Platform STEP*) proposée par la Commission dans sa stratégie de sécurité économique.

Il lui faut maintenant investir le nouveau champ de bataille de la compétition stratégique des superpuissances : les technologies les plus avancées pouvant contribuer à la modernisation et au renforcement des capacités militaires des puissances rivales et les technologies des filières d'avenir. La sécurité de ces technologies ainsi que les risques liés aux fuites, au détournement et à une utilisation abusive à des fins militaires de ces technologies sont désormais au centre de l'attention de l'UE.

Les sanctions de demain : le retour aux outils de la guerre froide

Après la démonstration récente de l'efficacité limitée des sanctions secondaires et des effets pervers importants qu'elles recèlent, **la bataille des deux superpuissances pour restreindre l'accès aux technologies avancées se fera de plus en plus par le contrôle des exportations et des investissements sortants.**

Ce changement de stratégie est déjà acté. Aux **États-Unis**, la stratégie de sécurité nationale adoptée en 2022 s'est matérialisée par des restrictions sur les exportations en octobre dernier, fondées sur l'*Export Control Reform Act* de 2018 qui définit les paramètres de sécurité nationale permettant l'utilisation de contrôles des exportations (pour

préserver la supériorité militaire, renforcer la base industrielle, maintenir l'avance technologique, servir les objectifs de politique étrangère). Le contrôle des investissements sortants est aussi l'un des piliers de cette politique, qui vise à éviter l'intégration de la Chine aux chaînes de valeur et le contournement des contrôles des exportations, mais aussi à limiter la sortie de capitaux et de compétences managériales pouvant fournir un avantage compétitif dans les secteurs stratégiques (expertise, contact avec les clients et les fournisseurs). La question se pose donc pour les investissements des pays tiers (l'UE) dans des chaînes de valeur où des entreprises chinoises sont présentes et pour la présence d'*« US persons »* dans des investissements européens en Chine.

La Chine a réformé sa loi de contrôle des exportations en 2020, qu'elle a peu appliquée pour l'instant. La révision en cours, prévoyant l'extension des biens soumis à contrôle, est brandie comme menace et utilisée comme levier dans ses négociations avec l'UE.

Construire une doctrine et une stratégie technologique

L'UE ne peut donc plus traiter sa politique de technologie stratégique indépendamment des agendas des puissances rivales. Mais, pour l'instant, il lui manque un forum où les contrôles à l'exportation peuvent être discutés. En effet, la politique extérieure et de sécurité (dont dépendent les contrôles à l'exportation) est une compétence nationale, tandis que la politique commerciale, qui doit gérer d'éventuelles mesures de rétorsion commerciales, est déléguée exclusivement à l'UE. De même, les licences d'exportation des biens à double usage (civil et militaire) sont fournies par les États, mais les enjeux sécuritaires sont communs et demandent une approche européenne plus coordonnée⁶.

Pour contrer les oppositions à une plus forte activité de régulation de l'UE en la matière, la Commission peut commencer à œuvrer à la construction d'une intelligence stratégique commune en identifiant les technologies stratégiques, en évaluant les capacités technologiques européennes, leurs liens commerciaux, les dépendances et les fragilités. Elle peut améliorer la compréhension du risque de perte de savoir et de savoir-faire lié aux fuites de technologies et à leurs conséquences pour la souveraineté européenne. Elle doit identifier les points noraux et d'étranglement potentiel au sein des chaînes de valeur, qui confèrent un levier aux pays qui contrôlent celles-ci, soit en ayant la capacité de fragiliser l'UE lorsqu'il s'agit de pays tiers, soit en offrant à l'UE un pouvoir de dissuasion pour les pays

⁶ T. Gehrke, J. Ringhof, "The power of control : how the EU can shape the new era of strategic export restrictions", European Council on Foreign Relations, mai 2023

membres. Elle doit faire en sorte que les pays comprennent que les chaînes de valeur ne sont pas nationales. Elle doit étudier les conséquences négatives des actions menées unilatéralement par les pays membres et les risques en termes de fragmentation du marché unique, mais aussi préparer aux conséquences négatives (rétorsions) d'éventuelles actions décidées et menées collectivement. Elle doit aussi décrire tous les risques (commerciaux, diplomatiques, militaires) associés à l'éloignement d'un partenaire (commercial et stratégique). Elle doit illustrer et améliorer les synergies entre les différents instruments (R&D, contrôle des exportations et des investissements) qui poursuivent un objectif commun de protection du marché unique. **Toutes ces étapes permettant de renforcer la capacité à comprendre les mécanismes en jeu sont nécessaires et indispensables à la construction d'une véritable stratégie technologique.** C'est sur la base de ces analyses qu'il sera plus facile de trouver un accord sur les objectifs et les limites d'action. C'est sur cette base que seront construits les arguments pour négocier avec les grandes entreprises, lesquelles, du fait de leur forte dépendance avec la Chine, à la fois dans la fabrication et dans la commercialisation de leurs produits, entretiennent des relations parfois en

contradiction avec des impératifs de sécurité nationale et, à terme, de leur propre sécurité.

La prochaine étape de cette nouvelle stratégie européenne de sécurité économique est de produire une liste des technologies critiques et d'en évaluer les risques et d'engager un dialogue structuré avec le secteur privé.

La sécurité économique n'est pas un livrable rapide

Le chantier est énorme et, en amont de toute décision, **il requiert**, outre la connaissance des criticités de technologies, des chaînes de valeur et des effets des mesures de protection, **la définition d'une conception commune de l'ordre public et de la sécurité impliquant des arbitrages importants et coûteux**. Les positions nationales sur ces arbitrages diffèrent parfois significativement et il ne sera pas aisé de définir les objectifs de l'action commune et ses « lignes rouges ». La présidence espagnole de l'UE a fait de ces questions d'autonomie stratégique l'une des priorités de son semestre et a donné rendez-vous à Grenade le 5 octobre pour une discussion sur la construction d'une vision de moyen-long terme et pour la définition des objectifs commun.

Des arbitrages complexes



Zone euro

☞ Espagne : le PIB révisé à la hausse au T1

L'INE a légèrement révisé à la hausse la croissance du PIB au 1^{er} trimestre 2023, à 0,6% par rapport au trimestre précédent, soit une augmentation de 0,1 point par rapport à l'estimation initiale. Les données de certains trimestres de 2022 ont également été révisées, bien que la croissance annuelle globale n'ait pas changé (5,5%) : alors que la chute du PIB au 1^{er} trimestre 2022 était plus prononcée (-0,5% par rapport au trimestre précédent) que ce qui avait été annoncé précédemment, la reprise qui a suivi a également été plus vigoureuse, avec une forte croissance au 2^e trimestre 2022 (2,6%) et de 0,5% au 4^e trimestre 2022. Avec les nouvelles données, au 1^{er} trimestre, le PIB aurait déjà dépassé le niveau d'avant la

pandémie (4^e trimestre 2019), en se situant à 0,1% au-dessus au lieu de 0,2% en dessous, tel qu'estimé initialement.

L'amélioration du PIB au 1^{er} trimestre provient exclusivement des importations, dont la croissance est revue à la baisse, ce qui accroît la contribution de la demande extérieure nette à la croissance du PIB. En effet, le secteur extérieur joue un rôle clé face à la faiblesse de la demande intérieure, étouffée par l'impact de l'inflation et le durcissement des conditions financières, bien qu'il soit prévisible que sa contribution positive à la croissance du PIB diminue progressivement.

☒ Notre opinion – *Les indicateurs d'activité au deuxième trimestre fournissent des signaux mitigés et indiquent une légère perte de dynamisme. Dans l'ensemble, le tableau des indicateurs suggère que l'économie continue de croître, mais à un rythme plus modéré qu'au trimestre précédent. D'une part, l'industrie montre de nouvelles faiblesses, comme en témoignent le recul de l'indice de sentiment des entreprises (PMI) du secteur manufacturier à 48,0 en juin – en dessous du seuil de la zone d'expansion (50) et le plus bas en six mois – ainsi que la baisse de la production industrielle en avril-mai (-0,5% par rapport au premier trimestre).*

Des signaux plus positifs proviennent de l'indice PMI des services qui reste largement au-dessus du seuil de partage entre expansion et contraction de l'activité, atteignant 53,4 en juin. De plus, le secteur du tourisme continue de donner des signes d'une croissance solide, ce qui laisse présager une saison estivale très positive : l'arrivée de touristes étrangers en mai a dépassé les 8,2 millions, soit une augmentation de 3,8% par rapport au même mois de 2019 (+1,2% en avril et -3,5% au premier trimestre 2023), et les dépenses de ces touristes ont approché les 8,5 milliards d'euros, dépassant de 19,5% le niveau de mai 2019. Nous tablons sur une progression du PIB espagnol de 0,3% au T2.

Royaume-Uni

☞ Royaume-Uni : la couronne n'a pas été trop lourde pour la croissance en mai

Le mois de mai a été marqué par le couronnement du roi Charles III, le 6 mai, qui a donné lieu à un jour férié supplémentaire le lundi 8 mai. Un plongeon de 0,3% de l'activité était anticipé sur le mois par le consensus pour tenir compte de ce jour férié. Le PIB ne s'est contracté que de 0,1% en variation mensuelle après une hausse de 0,2% en avril. L'impact du couronnement semble avoir été hétérogène parmi les secteurs, certains services ayant pu profiter de l'événement. D'une part, les entreprises dans l'industrie et dans la construction ont évoqué un effet négatif du couronnement en raison du jour férié supplémentaire, mais, d'autre part, pour les secteurs de l'art, des loisirs et des spectacles, l'événement a été bénéfique.

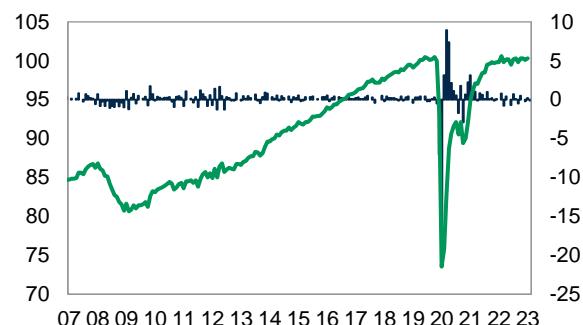
En tendance, l'activité reste stable : le taux de croissance sur les trois derniers mois à fin mai par rapport aux trois mois à fin février est nul, tout comme l'est le taux de croissance annuel en moyenne sur trois mois. L'effet d'acquis pour le deuxième trimestre est également nul, impliquant un risque baissier sur notre prévision de croissance de 0,3% sur le trimestre.

Le secteur qui a pesé le plus sur la croissance en mai a été l'industrie : la production s'est contractée de 0,6%, en raison principalement d'une baisse de la production d'électricité et de gaz (-2%), tandis que le secteur manufacturier affiche une baisse plus modérée sur le mois (-0,2%). La construction a

également contribué négativement à la croissance avec une baisse de 0,2% sur le mois. Elle marque ainsi un troisième mois consécutif de recul.

Le secteur tertiaire affiche une croissance nulle au mois de mai. Les baisses d'activité dans la grande distribution (-1,4%) et dans l'administration (-0,7%) ont été compensées par un rebond soutenu dans la santé et les activités sociales (+1,1%) ainsi que dans l'art et les loisirs (+1,8%). Dans la restauration et l'hôtellerie, l'impact du couronnement semble avoir été globalement négatif : le secteur enregistre un recul de 0,9% sur le mois.

Base 100 **R-U : niveau du PIB, données mensuelles** m/m %
= Févr.
2020



Source : ONS, Crédit Agricole S.A.

☒ Notre opinion – *Les chiffres de PIB du mois de mai ne remettent pas en cause les anticipations de la BoE, dont la prévision centrale pour la croissance trimestrielle est nulle. Toutefois, ils apportent un léger signal hawkish car ils suggèrent que l'impact du couronnement sur le PIB a été moins négatif qu'escompté, probablement grâce à une demande domestique plus solide que prévu. Après tout, la croissance des salaires a accéléré de nouveau en mai permettant aux consommateurs de compenser une partie de l'inflation. Elle a atteint 7,7% dans le privé sur les trois mois à fin mai (un nouveau record en dehors de la période pandémique) et 5,8% dans le public (un plus haut depuis novembre 2001). La confiance du consommateur a continué de s'améliorer en mai, ainsi qu'en juin. Les enquêtes de climat des affaires dans les entreprises suggèrent un meilleur rythme de croissance que les chiffres officiels, plutôt proche de 0,3%. Un rebond technique devrait par ailleurs avoir lieu en juin par ricochet de l'effet sur l'activité du jour férié supplémentaire de mai.*

Pays émergents

Asie

☞ Inde : le retrait de Foxconn, reflet des faiblesses indiennes

Moins d'un an après l'accord conclu entre Foxconn, principal sous-traitant d'Apple, et Vedanta, géant conglomérat indien spécialisé dans les métaux, Foxconn a annoncé son retrait d'un projet d'usine de semi-conducteurs dans le Gujarat. Très médiatisée, cette co-entreprise qui nécessitait un investissement de 19,5 milliards de dollars est un vrai revers pour le Premier ministre Narendra Modi.

Si Vedanta a indiqué souhaiter poursuivre le développement du projet en s'associant avec un nouveau partenaire, sans qu'aucun nom ne soit pour l'instant avancé, et continue d'acquérir des licences de production (40nm de qualité de production, avec des discussions en cours pour la licence du 28nm – pour rappel, la frontière technologique détenue par TSMC ou Samsung est à 5nm).

Le gouvernement a fait des semi-conducteurs une priorité absolue, et les a désignés comme secteur prioritaire. Un plan de 10 milliards de dollars, visant à attirer de nouveaux investisseurs grâce à des politiques de subventions très généreuses, avait ainsi été dévoilé lors de la présentation du budget. Le rapprochement entre Foxconn et Vedanta avait ainsi été qualifié « d'étape importante » par Modi. Il aurait *a priori* achoppé sur l'impossibilité d'associer le fabricant de puces européen STMicroelectronics au projet. Un échec qui témoigne plus globalement des difficultés de l'Inde à développer certains projets jusqu'au bout, au-delà des effets d'annonce.

Le *Make in India*, une doctrine handicapante

Malgré une volonté affichée d'ouvrir le pays et de profiter d'un contexte géopolitique plutôt favorable, les obstacles demeurent très nombreux. La stratégie indienne consistant essentiellement à faire émerger des champions nationaux dans des secteurs jugés prioritaires, le pays cherche à vendre sa compétitivité-coût – et son positionnement géopolitique « neutre » tout en préservant sa préférence nationale.

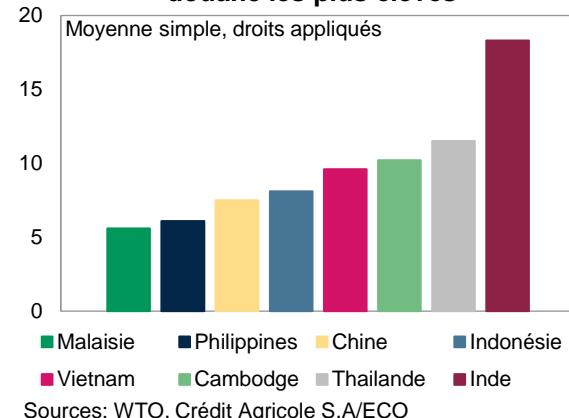
Aussi, les investisseurs émergents sont tenus de respecter un cahier des charges exigeant, allant du transfert de technologies à l'obligation de faire appel à des sous-traitants indiens. Les importations de biens intermédiaires, en particulier ceux qui pourraient menacer des filières indiennes, sont également frappées par des droits de douane dissuasifs, parmi les plus élevés d'Asie.

Enfin, l'Inde ne cherche pas à négocier de véritables accords de libre-échange avec le reste du monde, en témoigne son refus de rejoindre le RCEP (*Regional Comprehensive Economic Partnership* ou Partenariat économique régional global), aujourd'hui plus grande zone de libre-échange en termes de

population et de PIB. Soucieuse de préserver ses entreprises nationales, qu'elle sait peu compétitives à l'exportation, sauf dans certains secteurs très spécifiques comme la pharmacie, l'Inde privilégie des accords réduits à quelques intérêts offensifs, liés notamment aux politiques de visas accordés aux travailleurs indiens, en échange desquels elle accepte de réduire ou supprimer les droits de douane sur quelques produits (charbon australien notamment).

C'est aussi ce qui explique le peu d'avancées dans les négociations Inde-Union européenne, l'Inde ne souhaitant absolument pas d'un traité dit « de nouvelle génération » incluant des critères ESG autour des normes environnementales ou de dumping social en plus des habituelles baisses de droits de douane.

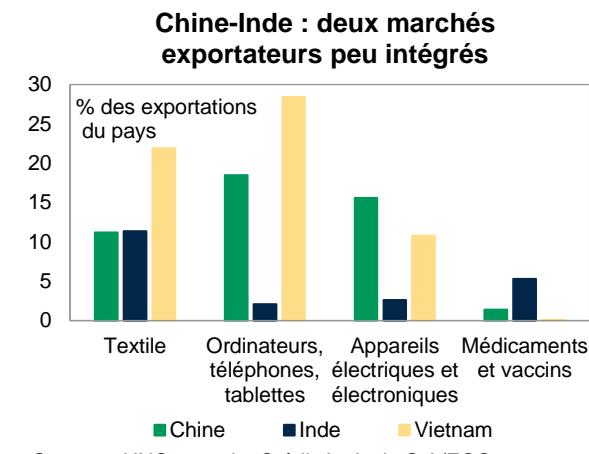
L'Inde a de loin les droits de douane les plus élevés



La deuxième faiblesse structurelle illustrée par l'affaire Foxconn est celle du secteur industriel dans son ensemble. Ce dernier ne représente que 20% du PIB et 15% de l'emploi, contre autour de 40% du PIB et 30% de l'emploi dans d'autres pays de la zone (Chine, Malaisie, Vietnam). Invitées à s'implanter en Inde avec la contrainte de recourir à des fournisseurs locaux, les entreprises étrangères ne disposent donc pas du réseau de fournisseurs nécessaire à leur activité, surtout dans les domaines de pointe comme celui des semi-conducteurs.

Surtout, l'Inde n'est pas positionnée sur les chaînes de valeur mondiales dans lesquelles elle essaye d'attirer ces nouveaux investisseurs étrangers, qui chercheraient une solution de repli total ou partiel depuis la Chine. C'est particulièrement vrai pour la production des téléphones ou des ordinateurs, qui était l'objet de l'investissement initialement annoncé par Foxconn.

Or, le développement de l'industrie est nécessaire à celui du pays, surtout pour fournir des emplois à une population active toujours croissante : alors que l'Inde devrait créer 12 millions d'emplois par an pour intégrer tous les nouveaux entrants, elle plafonne autour de 5 millions par an. 7 millions d'Indiens rejoignent annuellement les rangs des travailleurs migrants, qui travaillent en ville et rentrent à la campagne lors des périodes de récoltes. Le défi de l'emploi est même double : créer plus d'emplois, de surcroît adaptés aux femmes (dont le taux d'activité, déjà faible, s'est effondré ces dix dernières années, et s'élève à 20% aujourd'hui), moins informels.

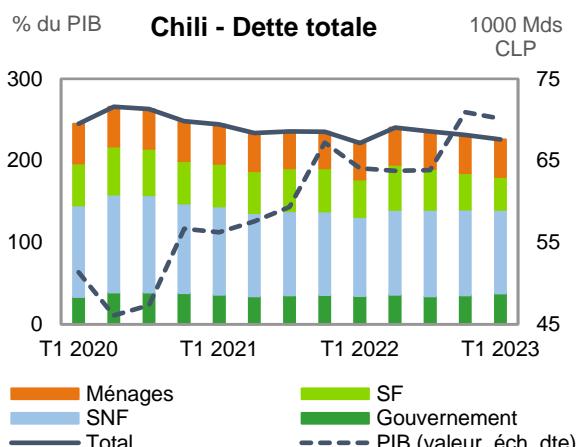


Notre opinion – *Le retrait de Foxconn d'un projet particulièrement médiatisé par le gouvernement lui-même, fer de lance d'une ambition plus globale de développer le secteur des semi-conducteurs est un gros revers pour Modi. Il rappelle également que, loin des effets d'annonces, le déploiement effectif de certains investissements continue de se heurter aux faiblesses structurelles du pays, et surtout à son comportement très protectionniste, l'insertion dans les chaînes de valeur ne pouvant s'opérer en économie fermée. Or, il ne pourra pas y avoir de développement sans industrialisation. Si les services ont constitué un canal de création d'emplois et de valeur important, et contribuent toujours à équilibrer le compte courant indien, ce seul secteur, moins intensif en main-d'œuvre, ne répond pas à l'impératif de création d'emplois. Le cas Foxconn devrait donc agir comme une prise de conscience vis-à-vis des autorités indiennes, et commencer à les convaincre qu'au-delà de la tribune offerte par la présidence du G20, de vraies démarches d'ouverture seront nécessaires.*

Amérique latine

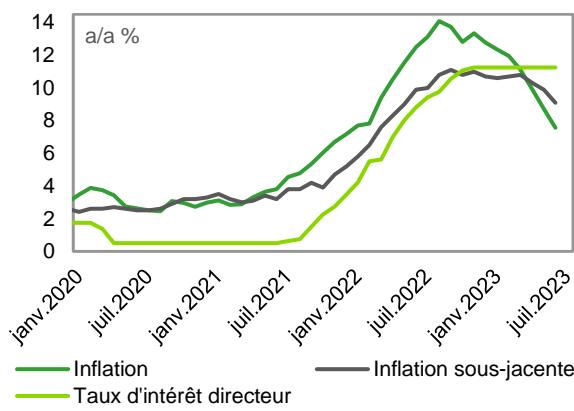
☞ Chili : l'ajustement du bilan des agents privés

Augmentation des dettes consécutive à la crise du Covid, ralentissement de la croissance, désinflation lente et inflation sous-jacente résistante, taux d'intérêt élevés : une combinaison qui suscite des inquiétudes légitimes. En Amérique latine, l'accumulation de dettes laissait craindre de nouveaux risques mais des corrections rapides ont été observées et la cartographie actuelle des fragilités les plus évidentes ne diffère pas sensiblement de celle qui prévalait avant la crise⁷. Au sein de celle-ci, au Chili, figurent la dette des entreprises non financières et, dans une bien moindre mesure, celle des ménages.



Sources : BCCh, Crédit Agricole SA/ECO

Chili - Inflation et taux directeur



Sources : BCCh, Crédit Agricole SA/ECO

La dette totale atteint désormais 226% du PIB ; plus de la moitié (142% du PIB) est portée par les sociétés financières et non financières (SNF) alors que les poids des ménages et du gouvernement restent modérés (45% et 37%, respectivement). Entre la période pré-Covid (T4 2019) et le passé très récent (T1 2023), le taux d'épargne des ménages s'est replié

(épargne brute en % du revenu disponible) de 12,5% à 1,3% en passant par un pic à 15,7% et un creux (-1,1% au T4 2022). L'endettement des ménages a progressé de 32,5%, les dettes à long terme et à court terme augmentant, respectivement, de 33,7% et 16,8%. La part de la dette courte reste faible (7%). Simultanément, les actifs des ménages ont crû de 14,6% et se sont réorientés des fonds de pension (retraits anticipés autorisés face à la sévérité de la crise du Covid) vers les actifs liquides (dépôts essentiellement). La situation financière nette est donc moins largement créditrice qu'elle ne l'était avant la crise (115,8% contre 146,2% du PIB). La richesse financière nette représente cependant encore 216% du revenu disponible. Du côté des entreprises non financières, après s'être mécaniquement améliorées à la faveur de la baisse du taux d'investissement, les ratios (épargne brute, dette, actifs financiers nets en % du PIB) se sont dégradés avec la reprise de l'investissement jusqu'au troisième trimestre 2022 (le taux d'investissement atteint alors 20,5% du PIB) avant de s'améliorer de nouveau. Par rapport à la situation pré-crise, notamment en termes de passif financier net (117% du PIB contre 150% pré-crise), la dégradation est limitée.

Au-delà de cette vision très globale, les scénarios de stress menés par la banque centrale (BCCh) suggèrent que le coût élevé de la dette et le ralentissement d'activité économique peuvent, sans surprise, conduire à des risques de liquidité et de défaut plus élevés dans des groupes de débiteurs clairement identifiés : il s'agit en particulier des ménages à faible revenu et des entreprises des secteurs de l'immobilier et de la construction. Le secteur de l'immobilier est déjà confronté à une réduction significative de ses ventes⁸, pénalisées par des conditions de financement plus strictes et une demande interne faible.

Un début de « normalisation » se dessine. Le ralentissement de la croissance témoigne, en effet, de l'impact de la politique monétaire et de l'ajustement des bilans des agents. Après un redémarrage « en fanfare », le taux de croissance de la demande intérieure n'a cessé de se replier pour devenir négatif (passant, en variation trimestrielle annualisée, de 9,4% au T1 2021 à -1,6% au T1 2023). Au premier trimestre, la consommation des ménages était en repli de 1,6% (seule la consommation de services affichait encore une hausse) et l'investissement se contractait de 0,2%. Le scénario officiel retient ainsi une croissance proche de zéro (comprise entre -0,5% et 0,25%) en 2023 avant une reprise moyenne de 1,75% en 2024 ([1,25% ; 2,25%]) et de 2,5% en 2025 ([2% ; 3%]).

neufs se sont violemment repliées (T4 2021-T4 2022, -29%) et augmentent de 9,4% sur un an au T1 2023.

⁷ « Amérique latine – Dette : ne pas prendre le risque de « crier au loup » », Hebdomadaire – N°23/191 – 30 juin 2023.

⁸ Après avoir très fortement progressé (T4 2020-T3 2021, hausse annuelle moyenne de plus de 50%), les ventes de logements

Moyen-Orient et Afrique du Nord

☞ Moyen-Orient – Afrique du Nord : les Fonds souverains, des acteurs économiques plus engagés

Les Fonds souverains des pays du Moyen-Orient ont été créés majoritairement dans les années 1970, et principalement pour des raisons de politique monétaire : stériliser les fortes entrées de devises issues de la rente pétrolière afin d'éviter des tensions à la hausse sur les devises, servir d'épargne de précaution pour les générations futures et, enfin, en cas de besoin, servir de stabilisateur macroéconomique si une grave crise économique survient. Si leur mission initiale reste toujours d'actualité, ils ont toutefois fortement évolué depuis une quarantaine d'années et surtout depuis les années 2010 où leur rôle de financement des stratégies de développement et de diversification économique s'est singulièrement accentuée. Auparavant, leur objectif premier était surtout de générer des recettes issues de leurs investissements en devises sur les marchés de capitaux internationaux à des rendements supérieurs à ceux de la Banque centrale.

Désormais, leur rôle d'acteur industriel va de pair avec la très forte volonté des pays du Golfe de réduire leur dépendance à la rente des hydrocarbures et à la volatilité des prix. Les Fonds souverains servent donc de plus en plus de bras financier de la politique de développement industrielle et aussi, et c'est nouveau, de fer de lance de la transition énergétique vers une économie « un peu moins carbonée ».

Les Fonds du Moyen-Orient gèrent actuellement environ 3 700 Mds USD d'investissements, des montants considérables puisqu'ils représentent une fois et demie le PIB de l'ensemble des pays concernés (cf. tableau ci-contre). Ils sont surtout en très fort développement depuis quelques années. Effectivement, ils étaient estimés à 1 200 Mds USD en 2009 ; leur valorisation aurait donc triplé en taille en douze ans. Ils ont bénéficié de la hausse de la capitalisation boursière mondiale, de stratégies d'investissements souvent très rentables et aussi des allocations récurrentes des excédents des États.

En valeur absolue, les cinq principaux Fonds souverains des Émirats arabes unis totalisent un peu plus de 1 600 Mds USD, soit plus de trois fois le PIB de la Fédération. À côté du Fonds historique ADIA, créé en 1976, de nombreux autres véhicules d'investissement gouvernementaux ont été créés au cours des années 2000 avec des spécialisations évitant les doublons comme le Fonds Mubadala, orienté vers l'énergie, les infrastructures immobilières ou les partenariats souverains. Ce Fonds a créé une filiale destinée à investir dans les énergies renouvelables (Masdar) à l'international et à développer des projets aux Émirats et dans la région.

L'Arabie saoudite est probablement le pays de la région où l'importance du Fonds souverain en tant qu'outil de prédilection pour mettre en œuvre le plan

de diversification Vision 2030 a été le plus affirmé. D'une holding publique purement domestique, le PIF se transforme peu à peu en investisseur actif pour orienter, toujours dans un souci de rentabilité, les stratégies industrielles ou sociales de long terme. Pour certains Fonds souverains, la forte hausse de la capitalisation est allée de pair avec la hausse de leur endettement afin d'optimiser le financement des projets de développement. Pour maximiser leur capacité d'emprunt et réduire les coûts de financement, certains Fonds ont demandé des notations de la part des agences de rating. Ainsi, le PIF saoudien est noté A1 par les agences et Mubadala aux Émirats est noté AA, des notations généralement en ligne avec celles des souverains.

Nom	Fonds sous gestion (Mds USD)	Pays (2022)	Taille (% PIB)
Abu Dahbi Inv. Auth ADIA	853	Emirats	174%
Koweït Inv. Author. KIA	750	Koweït	455%
Public Inv. Fund PIF	650	Arabie	59%
Qatar Inv. Autority QIA	475	Qatar	200%
Inv. Corp. Dubaï ICD	320	Emirats	65%
Mubadala Inv. Corp	287	Emirats	58%
Abu Dhabi Dev. Hold. Cy	159	Emirats	32%
Emirates Inv. Auth	87	Emirats	18%
Libyan Inv. Auth LIA	67	Libye	168%
Mumtalak	18	Bahreïn	41%
Oman Inv. Fund	17	Oman	15%
Nal Dev. Fund Iran	10	Iran	3%

Sources : SWFI, Crédit agricole SA/ECO

Dans les autres pays du Golfe (Koweït et Qatar), les Fonds souverains sont gérés de façon plus traditionnelle en raison de l'absence de véritable politique de diversification économique compte tenu de la puissance de la rente. Toutefois, le QIA du Qatar a servi de prêteur en dernier ressort pour le système bancaire qatari lors de l'embargo qui a frappé le pays en 2017. C'est un cas assez exceptionnel car lors des crises sanitaires et économiques récentes, les Fonds souverains ont plutôt été sanctuarisés, les États préférant procéder à des hausses de dette publiques plutôt qu'à des désinvestissements à des prix de marché estimés inférieurs à leur valeur intrinsèque.

Tous les Fonds n'ont pas connu une évolution aussi favorable et certains ont même eu des destins funestes. Ainsi, le Fonds de soutien algérien (Fonds de régulation des recettes ou FRR), doté de 75 Mds USD en 2012, a été totalement épuisé en quatre ans pour combler les déficits budgétaires après la chute des prix du pétrole en 2014. De même, les Fonds d'Oman ou de Bahreïn sont restés assez modestes en taille en raison des larges déficits et difficultés financières de ces deux pays.

Notre opinion – Les Fonds d'investissement souverains des pays du Moyen Orient évoluent donc assez rapidement en fonction des politiques économiques. Ainsi, de purs véhicules d'épargne gérés « en père de famille », les Fonds des Émirats et d'Arabie saoudite s'orientent désormais plus vers des activités de banques d'investissement à plus long terme. L'évolution de leur rentabilité va donc dépendre aussi du succès plus ou moins élevé des politiques de diversification actuelles. Une diversité qui les concerne également, compte tenu de la plus grande variété de leurs objectifs et de la perception qu'ils en donnent.

Afrique sub-saharienne

☞ Sénégal : pas de troisième mandat pour Macky Sall

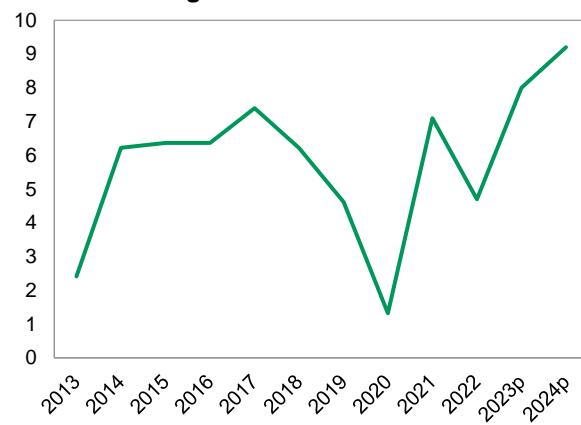
Le Sénégal fait figure d'un pays politiquement stable en Afrique sub-saharienne par rapport aux autres pays de la région, et a connu des transferts de pouvoirs plutôt calme depuis son indépendance en 1960. En 2012, après quelques mois tumultueux de protestations contre les efforts de l'ancien président Abdoulaye Wade pour briguer un troisième mandat, celui-ci a perdu l'élection présidentielle au profit de Macky Sall. Ce dernier a ensuite été réélu pour un second mandat en février 2019.

Dès son arrivée au pouvoir, M. Sall a entamé de nombreuses réformes institutionnelles dont une révision de la constitution de 2001 qui a été adopté par voie référendaire en 2016, faisant passer le mandat présidentiel de sept à cinq ans. Étant donné que seul le second mandat du président a été un quinquennat, celui-ci estimait avoir le droit de représenter sa candidature aux présidentielles de 2024 et a pendant un moment entretenu le flou sur ses intentions. L'opposition craignait une menace à la démocratie du pays en cas de troisième mandat. En outre, la condamnation à deux ans de prison de l'un de ses principaux opposants, Ousmane Sonko, a ajouté de l'huile sur le feu et des émeutes ont éclaté. La popularité du président M. Sall et de la coalition au pouvoir Benno Bokk Yakaar s'est par ailleurs érodée au fil du temps, la coalition a même perdu la majorité absolue aux législatives de juillet 2022 (82 sièges sur 165 contre 125 auparavant). Toutefois, la récente décision du président de ne pas se représenter aux élections a été bien accueillie et permet de préserver le modèle démocratique dans le pays. Toutefois, une montée des tensions sociales à l'approche des élections de 2024 n'est pas à exclure du fait de la forte polarisation politique, ce qui peut avoir un effet sur les investissements étrangers et l'environnement général des affaires.

L'histoire semble néanmoins se répéter et les récentes violences politiques ont rappelé celles de 2012 lorsque A. Wade s'est présenté pour un troisième mandat. Elle témoigne de l'importance accordée par le peuple à la démocratie et la dérive vers l'autoritarisme qu'un mandat de trop pourrait déclencher.

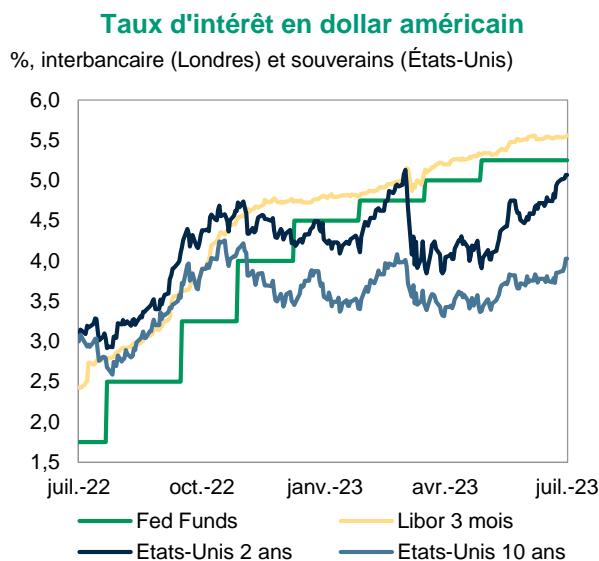
D'un point de vue économique, le Sénégal s'en sort plutôt bien. La diversification de l'économie sénégalaise lui a permis de bien résister à la crise sanitaire et la croissance est restée en territoire positif, à 1,3% avant de se redresser en 2021 à 7,1%. En 2022, l'économie a subi les conséquences du ralentissement mondial et de la guerre en Ukraine (croissance du PIB de 4,7%) mais elle devrait se redresser sur le court terme pour dépasser les 8%. Parmi les différents projets qui devraient propulser l'économie, la poursuite de la réalisation des investissements et le développement des infrastructures dans le cadre du plan de développement « Sénégal Emergent » (PSE) : le port de Ndayane acté en 2022 ainsi que les premières phases des champs offshore de gaz et de pétrole devraient être les moteurs d'une croissance vigoureuse.

Sénégal : croissance du PIB

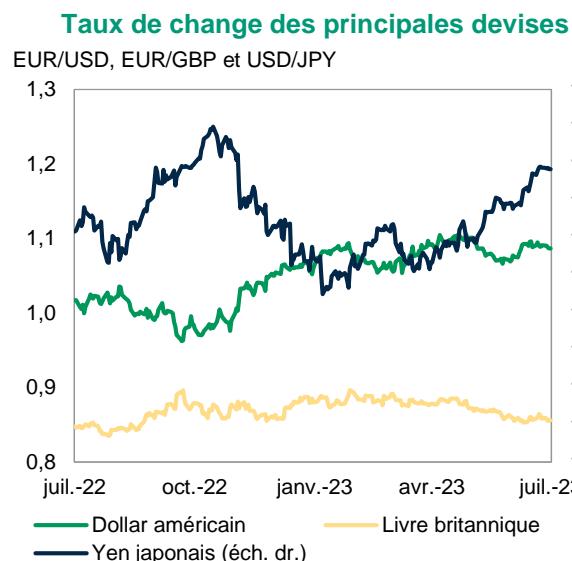


Sources : EIU, Crédit Agricole S.A/ECO

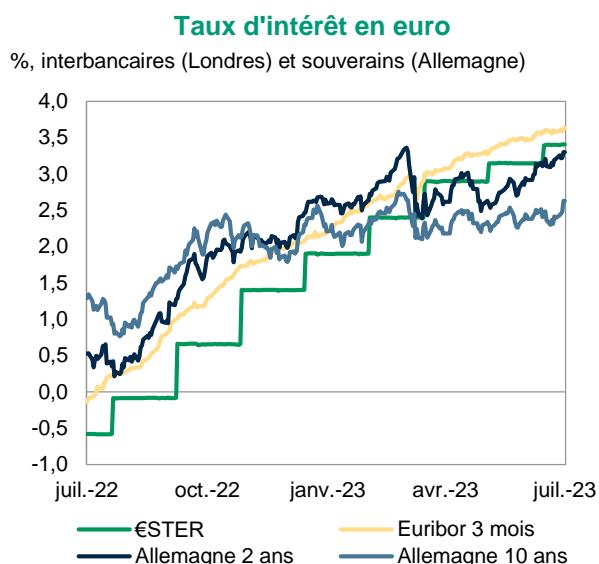
Tendances à suivre



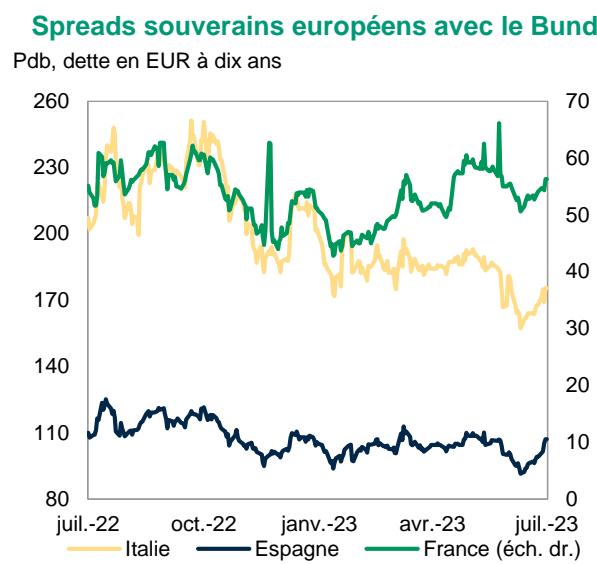
Source : Thomson Reuters



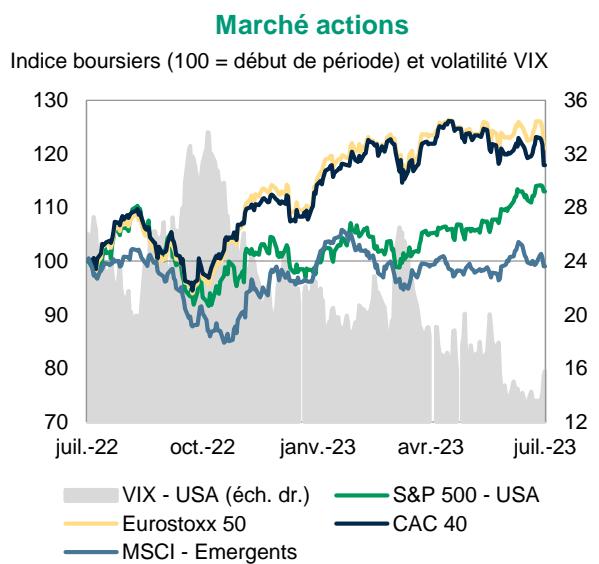
Source : Thomson Reuters



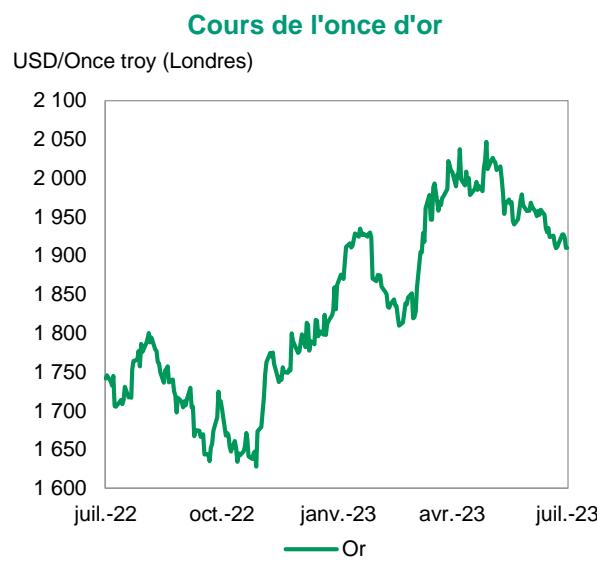
Source : Thomson Reuters



Source : Thomson Reuters



Source : Thomson Reuters



Source : Thomson Reuters

Spreads souverains émergents avec le T-Bond

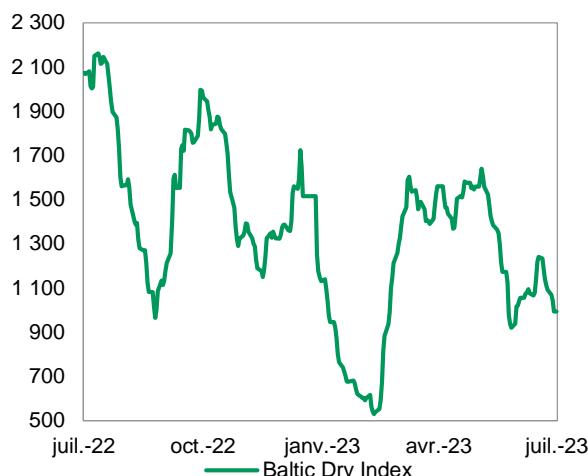
Indices EMBI+ (pdb, dette en USD de plus d'un an)



Source : JP Morgan

Coût du transport maritime de vrac sec

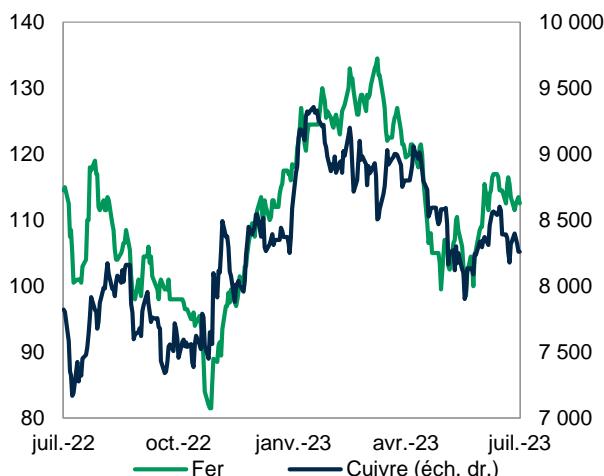
Baltic Dry Index (USD/point)



Source : Baltic Exchange

Cours des métaux

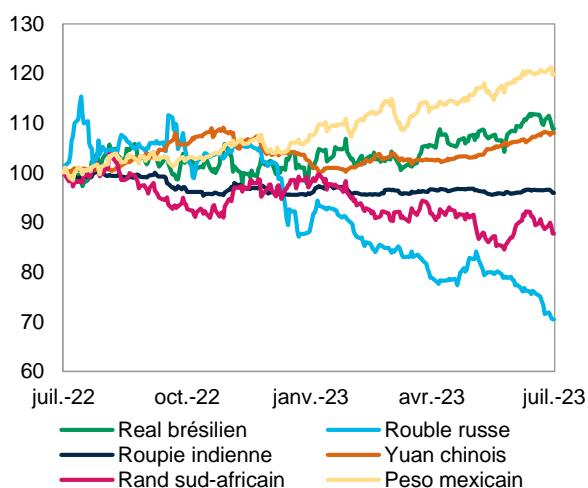
USD/tonne métrique



Sources : Steel Home, London Metal Exchange

Devises émergentes

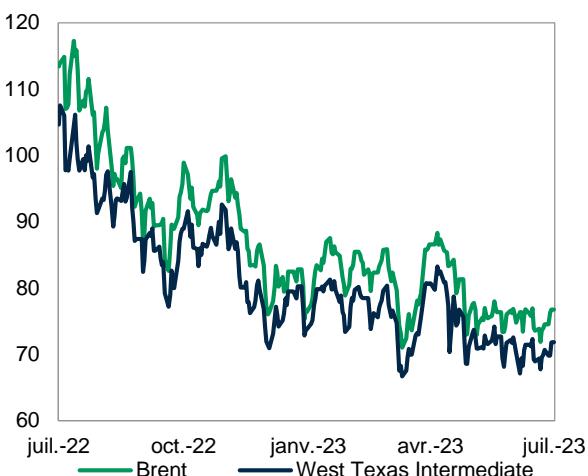
/USD (indice 100 = début de période)



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
10/07/2023	Espagne – La demande étrangère soutient la croissance	Espagne
10/07/2023	Royaume-Uni – Scénario 2023-2024 : la résistance de la demande impose une poursuite du resserrement monétaire	Royaume-Uni
10/07/2023	PRISME – L'analyse de la conjoncture et de l'actualité agricole et agroalimentaire du Crédit Agricole	Agri-Agroalimentaire
07/07/2023	Monde – L'actualité de la semaine	Monde
06/07/2023	Vietnam : le grand gagnant de la bataille des relocalisations ?	Asie
06/07/2023	France – Scénario 2023-2024 : malgré le recul de l'inflation, la croissance patine	France
05/07/2023	Zone euro – La nouvelle baisse de l'inflation n'est pas encore en mesure de convaincre la BCE	Zone euro
05/07/2023	Fintech Outlook au premier semestre 2023 – L'ultime défi !	Fintech
03/07/2023	Italie – Des signaux mi-figure mi-raisin	Italie
30/06/2023	Monde – L'actualité de la semaine	Monde
30/06/2023	Monde – Scénario macro-économique 2023-2024 : une "normalisation" laborieuse	Monde
29/06/2023	Arabie saoudite - Chine – Des relations commerciales et politiques qui s'intensifient	Asie, Moyen-Orient
28/06/2023	Europe – Le financement de la reconstruction de l'Ukraine au miroir du plan de relance européen	Europe
27/06/2023	Le combat collaboratif, enjeu de la compétition des industries de défense européenne et américaine	Défense
26/06/2023	Parole de banques centrales – La BoE appuie de nouveau sur l'accélérateur sur fond de persistance de l'inflation	BOE
23/06/2023	Monde – L'actualité de la semaine	Monde
22/06/2023	Chine : quelle réaction face au ralentissement de la croissance ?	Asie

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

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), Cézar MEZHER

Afrique du Nord, Moyen-Orient : Olivier LE CABELLEC

Afrique sub-saharienne : Ayathassen BENSAID

Documentation : Elisabeth SERREAU

Statistiques : DATALAB ECO

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.