

# Perspectives

Hebdomadaire – N°23/137 – 5 mai 2023

## MONDE – L'actualité de la semaine

☞ Une pause monétaire américaine est évoquée mais loin d'être acquise.....	2
☞ France : la production manufacturière recule au mois de mars.....	4
☞ L'Italie crée la surprise au T1-2023.....	4
☞ Espagne : forte progression de la production industrielle.....	5
☞ Réserve fédérale : pause possible en juin, mais sans garantie.....	7
☞ En Asie, conjuguer développement et transition écologique.....	9
☞ Brésil – « Patience et sérénité ».....	11
☞ Kazakhstan : l'impossible traçabilité des échanges avec la Russie ?.....	13
☞ Angola : la croissance en 2022 a été en ligne avec les prévisions.....	14

## 👉 Une pause monétaire américaine est évoquée mais loin d'être acquise

Cette semaine, les marchés avaient beaucoup de nouvelles économiques et financières à digérer : une nouvelle faillite bancaire aux États-Unis, le FOMC du 3 mai, la réunion du Conseil des gouverneurs de la BCE du 4 mai, les chiffres d'inflation en zone euro pour le mois d'avril et les chiffres de l'emploi ce vendredi aux États-Unis. Les deux banques centrales n'ont pas surpris en relevant toutes deux leur taux directeur de 25 points de base. Elles n'ont pas donné de garanties sur le profil de taux à venir, se laissant ainsi toute latitude pour agir en fonction des données. La BCE apparaît clairement la plus *hawkish* des deux banques centrales, déclarant qu'une pause n'est pas à l'ordre du jour.

En ligne avec les anticipations, la réunion du comité de politique monétaire, FOMC, de la Réserve fédérale du 3 mai s'est soldée par un relèvement de la fourchette-cible des taux des *federal funds* de 25 points de base à 5%-5,25%. La Fed a signalé qu'une pause dans le resserrement monétaire était possible en juin mais ne s'y est pas engagée. Elle a laissé la porte ouverte à un resserrement supplémentaire. Avec une inflation toujours trop élevée, un marché du travail très tendu et une activité qui résiste, la Fed s'est dite « prête à relever davantage les taux si cela était nécessaire ». Un langage qui autorise toutes les options, garantissant le maximum de souplesse à la Fed dans la conduite de la politique monétaire.

Le guidage des anticipations a pourtant été significativement modifié. La phrase du communiqué de mars selon laquelle « un certain resserrement supplémentaire pourrait être approprié » a été supprimée ; la Fed y substitue une approche qui conditionne un éventuel resserrement supplémentaire aux données économiques et financières. Ainsi, lors de sa conférence de presse, le gouverneur de la Fed, Jerome Powell, a décrit la fonction de réaction du FOMC comme « un processus continu », qui prendrait en compte « le resserrement cumulé de sa politique monétaire, les délais avec lesquels la politique monétaire affecte l'activité économique et l'inflation et les développements économiques et financiers ».

Il apparaît donc prématuré à ce stade d'exclure une autre hausse de taux à la réunion du FOMC du 14 juin, même si la probabilité que les marchés attribuent un nouveau relèvement de taux reste faible, à environ 10% et en baisse par rapport au dernier épisode de stress sur les banques régionales. Les marchés continuent d'anticiper des baisses de taux totalisant près de 75 points de base au cours du second semestre de 2023. Powell a cependant continué d'écarter un tel scénario, déclarant que, si l'inflation restait élevée, le FOMC ne réduirait pas les taux. Cela est en ligne avec notre scénario tablant sur des taux stables jusqu'au début de l'année prochaine, au minimum.

Lundi, la banque californienne First Republic Bank a été rachetée par JP Morgan ; il s'agit de la deuxième plus grande opération de sauvetage bancaire dans l'histoire des États-Unis après celle de Washington Mutual en 2008. L'opération a eu lieu après que les régulateurs ont appris au cours du weekend que les clients de First Republic Bank avaient retiré 100 milliards de dollars de dépôts au premier trimestre. First Republic Bank disposait de 229,1 milliards de dollars d'actifs et se classait en 14<sup>e</sup> position en termes d'encours de crédit. Des rapports de la Fed et de la FDIC (*Federal Deposit Insurance Corporation*) portant sur les faillites de SVB et Signature Bank ont été publiés le 28 avril. Les régulateurs américains sont revenus sur les carences de la gestion des deux banques mais ont également reconnu les manquements dans leur supervision. Le rôle de la loi de dérégulation bancaire de 2019 a aussi été mis en avant et la Fed recommande de revenir sur certains assouplissements que cette loi avait autorisés.

Lors de la conférence de presse du FOMC, bien que Jerome Powell ait qualifié le système bancaire de « solide et résilient », les marchés n'ont pas été rassurés sur la situation des banques régionales. Les cours de bourse de plusieurs autres banques régionales ont baissé fortement. On peut noter notamment, parmi d'autres, le décrochage du titre de Pacific West (44 milliards de dollars d'actifs) de plus de 50% à la suite de rumeurs, partiellement confirmées par la banque, d'un plan de cession d'une partie de ses actifs.

L'appétit pour le risque a souffert des inquiétudes sur le secteur bancaire américain : l'indice S&P 500 perd 2,6% sur la semaine et l'indice VIX de volatilité implicite gagne 3,5 points. La tonalité moins offensive de la Fed a naturellement pesé sur les taux courts (le taux américain à 2 ans a perdu 20 points de base sur la semaine) et la courbe des taux obligataires américains s'est pentifiée.

En zone euro, les chiffres d'inflation (tous exprimés en variation sur 12 mois) pour le mois d'avril ont été mitigés : l'inflation HICP est remontée à 7%, après 6,9% en mars, légèrement sous les anticipations, tandis que l'inflation sous-jacente s'est modérée de 0,1 point de pourcentage à 5,6%, comme prévu. L'inflation des biens industriels *core* a baissé (-0,4 point à 6,2%) ainsi que celle des produits alimentaires (de 14,7% à 10%) mais la progression du prix des services a augmenté (+0,1 point à 5,2%). La plus grande surprise à la hausse est venue d'Italie où le HICP a accéléré à 8,8% après 8,1% en mars. En Allemagne, le taux d'inflation a reculé à 7,6% (7,8% en mars) grâce à une baisse de l'inflation alimentaire tandis qu'en France, la hausse du HICP s'est redressée à 6,9% (6,7% en mars) en raison d'une accélération de l'inflation des services à 3,2% (2,9% en mars).

Ces chiffres d'inflation, pas véritablement rassurants, n'ont pas empêché la BCE de ralentir son rythme de resserrement monétaire : à l'issue de la réunion du 4 mai, le Conseil des gouverneurs a annoncé une hausse de taux de 25 points base (à 3,25% pour le taux de dépôt, à 3,75% pour le refi et à 4% pour la facilité marginale de prêt), en ligne avec les anticipations. À la différence de la Fed, la décision n'a pas fait l'unanimité. Certains membres du Conseil des gouverneurs auraient préféré une hausse plus soutenue de 50 points de base.

Lors de sa conférence de presse, Christine Lagarde a déclaré que le processus de resserrement était loin d'être terminé et a réitéré que « les taux directeurs seront ramenés à des niveaux suffisamment restrictifs pour permettre un retour rapide de l'inflation [à la cible] et seront maintenus à ces niveaux aussi longtemps que nécessaire ». Toute décision future dépendra des données économiques ainsi que du durcissement des conditions de crédit dans la zone euro. La BCE a également annoncé qu'elle prévoyait de cesser de réinvestir dans l'APP à partir de juillet. Madame Lagarde a cependant déclaré qu'elle n'attendait pas

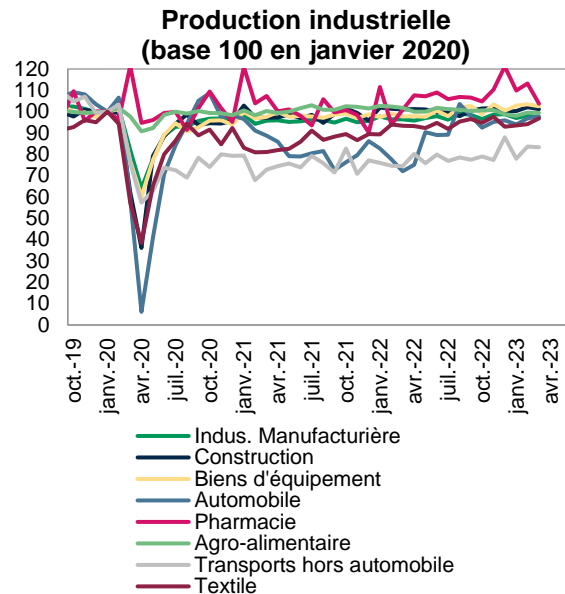
que le resserrement quantitatif ait un « impact matériel » sur la croissance et l'inflation. L'euro a chuté immédiatement après la réunion de politique monétaire : les investisseurs ont tenté d'évaluer une éventuelle préférence pour un resserrement *via* le stock d'actifs (*quantitative tightening ou QT*) plutôt que *via* des hausses de taux. Or, le QT pourrait alimenter les craintes d'un nouvel élargissement des spreads périphériques. Cette semaine, les primes de risques en zone euro se sont écartées légèrement (+6 points de base pour l'Italie, +5 pour l'Espagne), alors que les taux sans risque se sont repliés sous l'effet du ralentissement du rythme de hausses de taux. Le Bund perd 6 points de base à 2,25% sur la semaine et le taux 2 ans cède 15 points de base à 2,52%. Enfin, sur une note plus positive, Madame Lagarde a rappelé que la BCE était prête à mettre en place de nouvelles opérations de refinancement pour les banques afin de remplacer les TLTRO montrant que la BCE se mobilisera en cas de problèmes de liquidité généralisés.

## Zone euro

### France : la production manufacturière recule au mois de mars

Après avoir connu un rebond au cours des deux premiers mois de l'année, la production manufacturière est en repli de 1,1% au mois de mars par rapport au mois de février. Au total, elle recule de 0,6% au T1 2023 par rapport au T4 2022. La production industrielle est en revanche stable au T1, le rebond de l'activité dans le secteur de la cokéfaction/raffinage après les grèves du T4 2022 compensant le repli de l'activité manufacturière.

En détail, l'automobile dont l'activité a longtemps été pénalisée par de fortes contraintes d'offre de biens intermédiaires retrouve un niveau de production proche de celui d'avant la pandémie. La reprise est plus lente dans le secteur des autres matériels de transport, notamment l'aéronautique où l'activité reste plus de 15% inférieure au niveau de 2019. Dans la plupart des autres secteurs, nous observons un recul modéré de la production au mois de mars.



Sources : Insee, Crédit Agricole SA ECO

**✓ Notre opinion** – La production de matériels de transport a soutenu l'activité industrielle au cours des derniers mois et l'activité dans le secteur aéronautique devrait continuer à progresser dans les trimestres à venir pour retrouver un niveau d'activité normal. Toutefois, dans la plupart des secteurs, la production semble stagner voire ralentir. Les contraintes d'offre s'estompent, la demande étrangère reste bonne mais de nombreux secteurs sont touchés par le freinage de la demande intérieure. La consommation des ménages a nettement reculé en fin d'année 2022 avant de stagner au premier trimestre dans un contexte inflationniste qui incite les ménages à la prudence. La consommation de biens alimentaires est en net recul et les enquêtes d'opinion nous apprennent que les ménages préfèrent continuer à épargner plutôt que d'effectuer des achats importants. Ainsi, si les entreprises ont réussi à répercuter les hausses de coûts sur leurs prix de vente, le risque de faire face à des contraintes de demande augmente. Nous n'anticipons qu'une lente reprise de la consommation au second semestre alors que l'inflation devrait progressivement ralentir.

### L'Italie crée la surprise au T1-2023

Les données préliminaires du PIB publiées par l'Istat ont créé la surprise vendredi dernier, faisant état d'un net rebond de l'activité au premier trimestre. Après avoir enregistré un repli (-0,1%) au T4, la croissance du PIB se redresse à 0,5% par rapport au trimestre précédent, un niveau nettement supérieur aux attentes. Ce rebond assure un acquis de croissance à la fin du T1 pour l'année 2023 estimé à +0,8%. En glissement annuel, la croissance accélère à 1,8% (vs +1,4% au T4). Si le détail des composantes du PIB n'a pas encore été communiqué, l'Istat précise que la reprise reflète la progression de l'industrie et des services. Côté consommation, la demande domestique et les exportations auraient contribué positivement au redémarrage de l'activité.

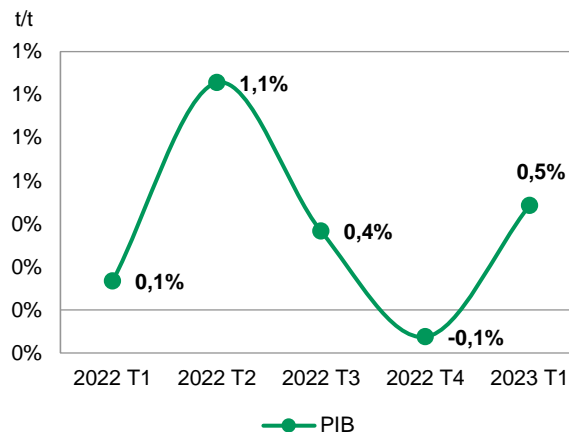
Les données conjoncturelles du début d'année révèlent pourtant une tendance négative de la production industrielle. Cette dernière se contracte en février (-0,5% sur un mois), après avoir enregistré un premier repli en janvier (-1%). Les entreprises ont

toutefois pu bénéficier de l'atténuation du choc des prix de l'énergie. Les prix à la production ont ainsi reculé pour le troisième mois consécutif en mars (-1,5%). En glissement annuel, la hausse des prix à la production ralentit ainsi nettement, à 3,8%, après 9,6% en février. Les enquêtes de confiance fournissent quant à elles des signaux ambigus. Alors que la confiance des entreprises du secteur industriel s'était améliorée au premier trimestre, l'indice de confiance (Istat) passant de 101 à 103 entre janvier et mars, le PMI manufacturier (S&P) reculait sur ce dernier mois. Les données du mois d'avril tendent cependant à confirmer le pessimisme des entreprises. L'indice PMI manufacturier se replie sous le seuil d'expansion (50), à 46,8, son plus bas niveau depuis octobre. Dans le même temps, l'indice de confiance dans l'industrie connaît un premier reflux, marqué par la baisse des carnets de commande et une dégradation des attentes en matière de production. Du côté des services, les indicateurs du début d'année confirment la

dynamique positive du secteur en particulier du tourisme dont l'activité a augmenté entre décembre et février. Le tourisme italien devrait être davantage soutenu par le retour des voyageurs en provenance de Chine. La confiance dans les services s'est ainsi nettement améliorée en ce début d'année. L'indice progresse ainsi de 99 à 105,5 entre janvier et mars. Un signal positif qui semble être confirmé par l'indicateur PMI du secteur qui s'établit à 57,6 en avril, après 55,7 en mars.

La demande a souffert au T4, sous l'effet de l'inflation et d'une hausse moins rapide des salaires, entraînant l'érosion du pouvoir d'achat des ménages italiens. Le ralentissement des prix à la consommation pourrait avoir joué favorablement sur la consommation en ce début d'année. Au cours du premier trimestre, l'inflation a ralenti par rapport au pic du quatrième trimestre, passant de 11,7% à 8,9% en moyenne trimestrielle. La décélération des prix a notamment été tirée par la baisse des prix du gaz sur la période. Le recul prononcé de l'inflation permet à la confiance des ménages de se rétablir quelque peu. Après le rebond enregistré en mars, l'indice de confiance augmente de nouveau en avril, passant de 105,1 à 105,5, soit son plus haut niveau depuis un an. Il reste cependant loin des valeurs

d'avant la pandémie. La hausse de la consommation sur le trimestre serait également cohérente avec un marché du travail relativement solide. D'après les estimations préliminaires pour le mois de mars, le taux de chômage diminue pour le deuxième mois consécutif et s'établit à 7,8% (vs 8% en janvier), grâce à la baisse du nombre de chômeurs alors que la population active reste stable. Le taux d'emploi a quant à lui continué de croître et atteint des niveaux records ; le taux d'activité reste stable à 66,2%.



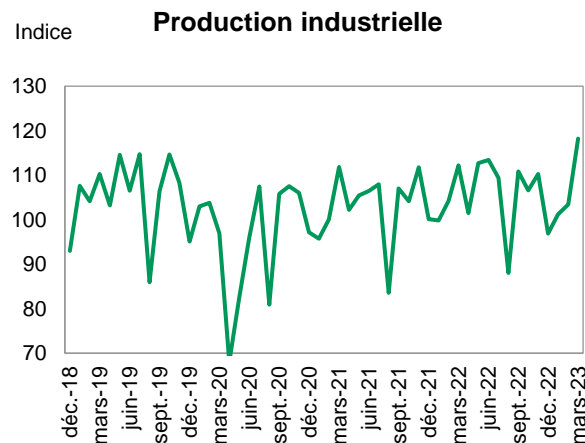
**☑ Notre opinion** – Les premières estimations de l'Istat font ainsi état d'une économie italienne qui résiste beaucoup mieux que prévu. Si l'économie semble avoir bénéficié de plusieurs facteurs de soutien du côté de l'offre et de la demande, les indicateurs disponibles du mois d'avril signalent toutefois un effritement de ces mêmes facteurs. Le secteur des services montre des signes de robustesse d'autant que le tourisme italien devrait être soutenu par le retour des voyageurs en provenance de Chine. Cependant, les perspectives dans l'industrie s'assombrissent alors que l'inflation remonte en avril à 8,3% sur un an, tirée par une nouvelle hausse des prix de l'énergie. En particulier, la demande au T2 devrait rester bridée par un environnement de prix élevé et par un contexte international moins favorable alors que l'investissement des entreprises devrait être freiné par le resserrement de la politique monétaire.

**👉 Espagne : forte progression de la production industrielle**

L'indice de la production industrielle espagnol a augmenté de 4,5% sur un an en mars (-0,7% en février), après correction des effets saisonniers et calendaires. Tous les secteurs ont vu leur production augmenter : les biens d'équipement (+13,2%), les biens de consommation durables (+7,3%) et les biens intermédiaires (+4,1%), ainsi que les biens de consommation non durables (+3,2%) et de l'énergie (+1,1%). Les plus fortes hausses ont été enregistrées en Galice (+15,8%), Castille et Leon (+12%) et Castille-La Manche (+8,8%), et les baisses en Navarre, -4,8%, et à Murcie, -1,6%.

En rythme mensuel, la production industrielle a gagné 1,5%, en données corrigées des variations saisonnières, soit 0,8 point de plus que ce qui avait été observé en février. Tous les secteurs présentent des taux mensuels positifs. Les hausses les plus marquées sont enregistrées dans les biens de consommation durables (+3,3%) et les biens

d'équipement (+2,6%), tandis que la production de biens intermédiaires (+0,4%) et d'énergie (+0,6%) a connu une accélération plus modérée.



Source : INE, Crédit Agricole S.A. Base 2015=100

☑ **Notre opinion** – Les enquêtes PMI auprès des directeurs d'achats des entreprises industrielles révèlent une certaine amélioration du contexte industriel depuis quelques mois. On observe notamment une nette amélioration concernant les délais de livraison des fournisseurs, une stabilisation des prix des fournitures, une amélioration des attentes sur l'emploi et des opinions concernant les carnets de commandes domestiques et à l'exportation. Cela laisse entrevoir une performance plus soutenue de l'industrie en 2023, qui bénéficiera également de l'accélération des dépenses des fonds NGEU.

## États-Unis

### Réserve fédérale : pause possible en juin, mais sans garantie

En ligne avec les anticipations, la réunion du comité de politique monétaire, FOMC, de la Réserve fédérale du 3 mai s'est soldée par un relèvement de la fourchette-cible des taux des *federal funds* de 25 points de base à 5%-5,25%. Cette décision a été prise à l'unanimité. Par ailleurs, le rythme de réduction du bilan de la Fed a été maintenu à 95 milliards de dollars par mois.

La Fed aura ainsi relevé son taux directeur de 5 points de pourcentage en quatorze mois.

La Fed a signalé qu'une pause dans le resserrement monétaire était possible en juin mais ne s'y est pas engagée. Elle a laissé la porte ouverte à un resserrement supplémentaire. Avec une inflation toujours trop élevée, un marché du travail très serré et une activité qui résiste, la Fed est « prête à relever davantage les taux si cela était nécessaire ». Un langage qui autorise toutes les options, garantissant le maximum de souplesse à la Fed dans la conduite de la politique monétaire.

Le guidage des anticipations a pourtant été modifié significativement. La phrase du communiqué de mars selon laquelle « un certain resserrement supplémentaire pourrait être approprié » a été supprimée ; la Fed y substitue une approche qui conditionne un éventuel resserrement supplémentaire aux données. Ainsi, lors de sa conférence de presse, le gouverneur de la Fed, Jerome Powell, a décrit la fonction de réaction du FOMC comme « un processus continu », dépendant de l'évolution des données (*data-dependent*), incluant un ensemble large d'indicateurs tels que la situation du marché du travail, les pressions inflationnistes et les anticipations d'inflation, ainsi que les développements financiers et internationaux. La Fed prendrait en particulier en compte « le resserrement cumulé de sa politique monétaire, les délais dans lesquels la politique monétaire affecte l'activité économique et l'inflation et les développements économiques et financiers ».

Jerome Powell a, par ailleurs, noté que l'activité avait ralenti avec une croissance du PIB au premier trimestre 2023 sous son potentiel mais que le marché du travail résistait remarquablement bien et restait tendu. Il existe toutefois des signes encourageants d'apaisement et un meilleur équilibre entre l'offre et la demande de main-d'œuvre. Il a notamment mis en exergue le rebond récent du taux

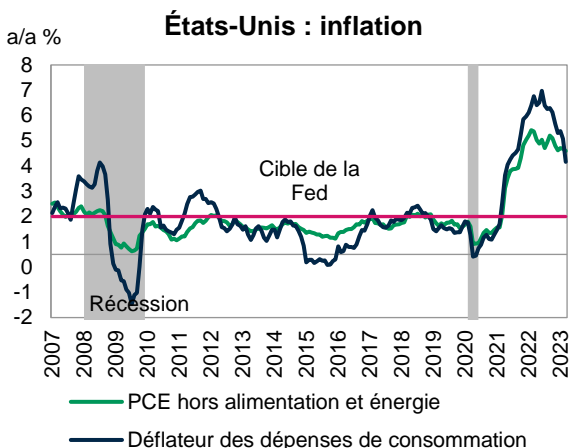
de participation des 25-54 ans et le ralentissement de la croissance des salaires nominaux bien que celle-ci reste 2 points de pourcentage au-dessus du rythme compatible avec la cible d'inflation. Selon J. Powell, la probabilité d'un scénario d'une légère récession au cours de la seconde moitié de l'année a diminué : elle devrait être évitée au profit d'un atterrissage en douceur.

En revanche, les conditions de crédit pour les ménages et les entreprises se sont resserrées, d'une part, en réponse au resserrement monétaire et au ralentissement économique et, d'autre part, en raison des faillites bancaires. L'enquête SLOOS (*Senior Loan Officer Opinion Survey*) sur les conditions d'octroi de crédit faisait déjà état d'un resserrement significatif en janvier, une tendance qui devrait être confirmée par l'enquête du mois d'avril qui sera publiée le 8 mai (à la disposition de la Fed pour la réunion du FOMC de mai). Le resserrement des conditions de crédit devrait à son tour peser sur l'activité économique, l'emploi et l'inflation mais ces effets sont loin d'être certains et pourraient tarder à se matérialiser dans les données.

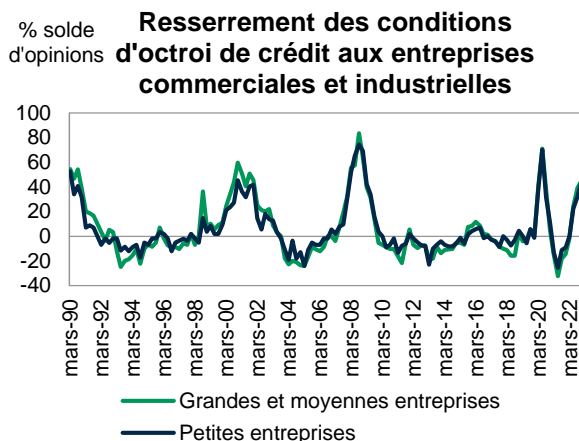
La probabilité que les marchés attribuent un nouveau relèvement de taux en juin reste faible, à environ 10%. Elle s'inscrit en légère hausse par rapport à la période précédant immédiatement le FOMC (elle était proche de 0%). Mais elle baisse par rapport au dernier épisode de stress sur les banques régionales lorsqu'elle était proche de 20-25%.

Le FOMC a souligné que le système bancaire était « solide et résilient ». Lundi, la banque californienne First Republic Bank était rachetée par JP Morgan : il s'agit de la deuxième plus grande opération de sauvetage bancaire dans l'histoire des États-Unis, après celle de Washington Mutual en 2008. L'opération a eu lieu après que les régulateurs ont appris au cours du weekend que les clients de First Republic Bank avaient retiré 100 milliards de dollars de dépôts au premier trimestre. First disposait de 229,1 milliards de dollars d'actifs et se classait en 14<sup>e</sup> position en termes de crédits.

Les marchés continuent d'anticiper des baisses de taux au cours de la seconde moitié de 2023 d'un total de près de 75 points de base. Cependant, Powell a continué d'écarter une telle possibilité déclarant que si l'inflation restait élevée, le FOMC ne réduirait pas les taux.



Sources : BEA, Fed, Crédit Agricole S.A.



Source : Fed, enquête SLOOS, Crédit Agricole S.A.

**☑ Notre opinion** – Notre scénario central prévoit que la hausse de taux en mai devrait être la dernière du cycle et le FOMC de cette semaine tend à le confirmer. En effet, la Réserve fédérale se montre plus prudente sur fond de crise bancaire, de signaux accrus de ralentissement économique et de durcissement des conditions de crédit. Elle estime que l'orientation de la politique monétaire est restrictive et considère que ses effets sur l'économie peuvent tarder à se matérialiser ; cela justifierait une pause dans le resserrement. Toutefois, elle ne s'y engage pas et souligne le niveau toujours trop élevé de l'inflation (core PCE à 4,6%) et la possibilité de nouvelles surprises à la hausse. Même si la probabilité semble faible, il est donc prématuré à ce stade d'exclure une autre hausse de taux lors de la réunion du FOMC du 14 juin.



## Pays émergents

### Asie

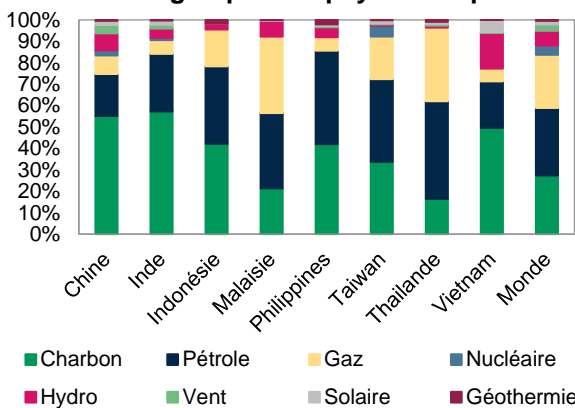
#### En Asie, conjuguer développement et transition écologique

Alors que l'Asie du Sud sort à peine d'une nouvelle vague de chaleurs extrêmes, avec des nouveaux records de température atteints en Thaïlande, au Pakistan ou au Bangladesh, la question de la transition énergétique face aux dérèglements du changement climatique se pose de manière intense.

En Thaïlande, où les élections législatives doivent avoir lieu le 14 mai prochain, le thème de la pollution atmosphérique, aggravée par les épisodes de canicule, s'est invité dans la campagne. La plupart des candidats se sont ainsi engagés à doter le royaume d'un nouveau cadre juridique afin de lutter contre les particules fines, particulièrement nocives pour la santé.

La qualité de l'air est un enjeu majeur pour l'Asie, où certaines pratiques (culture sur brûlis, feux de forêt, incinération des déchets) ont encore du mal à être régulées. La dépendance du continent au charbon, source d'énergie majoritaire dans de nombreux pays (Chine, Inde, Indonésie, Vietnam) est un autre facteur alimentant la pollution. À l'exception de la Malaisie et de la Thaïlande, plus dépendantes du pétrole et du gaz, la part du charbon demeure ainsi bien plus élevée que la moyenne mondiale (27%).

Mix énergétique des pays asiatiques



Sources : Our World in Data, Crédit Agricole S.A/ECO

Durant la COP26, qui s'est tenue en novembre 2021 à Glasgow, une quarantaine de pays se sont engagés à réduire, voire à sortir de leur dépendance au charbon à horizon 2030 pour les économies avancées et 2040 pour les autres. Mais la Chine, l'Inde et l'Indonésie ne sont pas signataires de cet accord. C'est tout juste si la Chine a consenti à ne plus financer de nouvelles centrales à l'étranger, sans rien promettre sur ses activités domestiques.

#### L'enjeu des énergies renouvelables

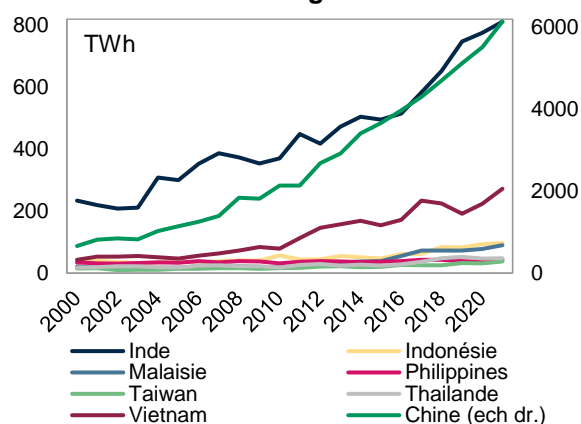
L'Inde ne s'est pas non plus prononcée sur un agenda de sortie, mais s'est fixée comme objectif de générer 50% de son électricité grâce à des énergies

renouvelables d'ici 2030. Un objectif ambitieux : en 2021, les renouvelables représentaient 10% du mix énergétique indien, mais 20% de la production d'électricité.

Certains pays asiatiques semblent mieux positionnés, à commencer par le Vietnam, qui en vingt ans a développé des filières dans l'hydroélectricité et les panneaux solaires. Près d'un quart des nouvelles capacités de production acquises depuis 2000 l'ont ainsi été dans les renouvelables, qui remplissent maintenant plus de 40% des besoins en électricité du pays.

À la traîne sur le continent, 14,5% de la consommation électrique vient de sources renouvelables, la Thaïlande demeure toujours très dépendante de sources d'énergies fossiles (charbon, pétrole, gaz) dont elle est de surcroît importatrice nette.

Production d'énergie renouvelable



Sources : Our World in Data, Crédit Agricole S.A/ECO

Championne dans la construction des panneaux solaires, qui ne constituent cependant qu'une part très résiduelle de la production d'électricité (4%), la Chine a elle aussi amplifié ses capacités dans l'hydraulique, ce qui n'est pas sans créer de nouveaux problèmes.

La multiplication des retenues d'eau et des barrages, en particulier sur le Mékong, où sont installées les centrales, engendre des tensions avec les pays en aval (Laos, Birmanie, Cambodge, Thaïlande, Vietnam). Ces derniers doivent ainsi composer avec les variations de ce fleuve qui fluctuent au gré des besoins chinois en matière d'électricité et des épisodes de sécheresse de plus en plus longs, eux-mêmes aggravés par le réchauffement climatique... Or, le Mékong est la source de nourriture et de revenus pour 66 millions d'habitants.

### Conjuguer développement et transition ?

Si la plupart des pays d'Asie, et des pays émergents en général, refusent de s'engager sur des cibles de réduction d'émission, de sortie du charbon ou de neutralité carbone, c'est aussi parce qu'ils considèrent qu'ils ne sont que marginalement responsables de l'état du monde actuel, et qu'ils n'ont pas les moyens de financer la transition, alors même qu'ils sont encore en pleine phase de développement.

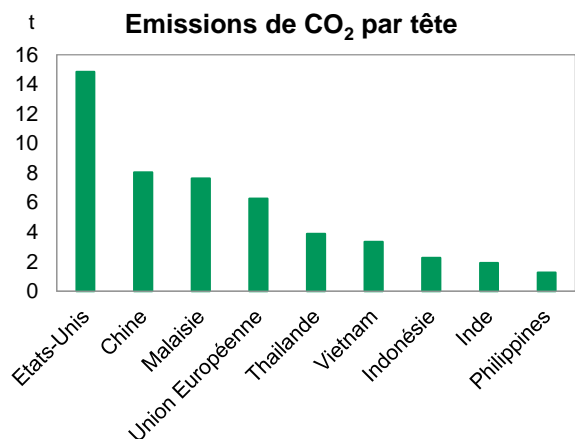
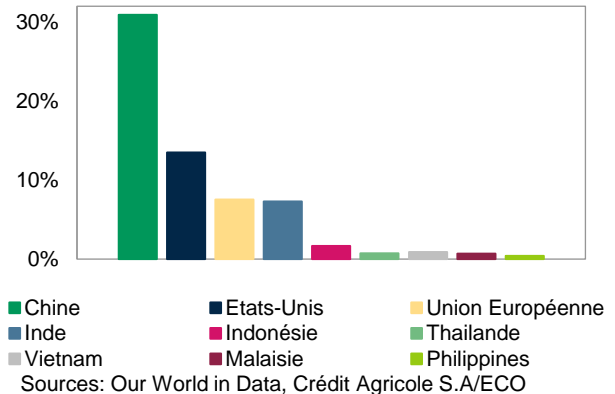
Effectivement, rapportées au nombre d'habitants, les émissions de CO<sub>2</sub> dans ces pays demeurent souvent inférieures à celles des pays avancés. Surtout, nombre de pays d'Asie du Sud (Inde, Indonésie, Philippines, Vietnam) n'ont pas encore achevé leur transition démographique et n'ont donc probablement pas encore atteint leur pic d'émissions.

Confrontés à des besoins en investissements massifs, mais à des ressources publiques limitées, ces pays n'ont souvent pas les moyens de développer des plans budgétaires pour soutenir la transition. Le budget indien pour 2023/2024 incluait par exemple des investissements de 4,3 milliards de dollars dans la transition énergétique. Dans le même temps, les États-Unis ont approuvé un paquet de dépenses de 500 milliards de dollars pour inverser la courbe de leurs émissions, le Japon a dévoilé un plan de 150 milliards pour la « transition verte » et l'Union européenne des fonds de 270 milliards pour subventionner l'industrie verte européenne.

L'Agence internationale de l'énergie, qui suit les dépenses des États<sup>1</sup> liées à la transition énergétique (électricité bas carbone, innovation dans le domaine des carburants, transports bas carbone, réseaux

électriques, efficacité énergétique des bâtiments) indique ainsi que, sur les 1 840 milliards de dollars d'annonces ou de mesures déjà prises, au moins 1 600 milliards l'étaient dans des pays avancés.

**Part du pays dans les émissions de CO<sub>2</sub> mondiales**



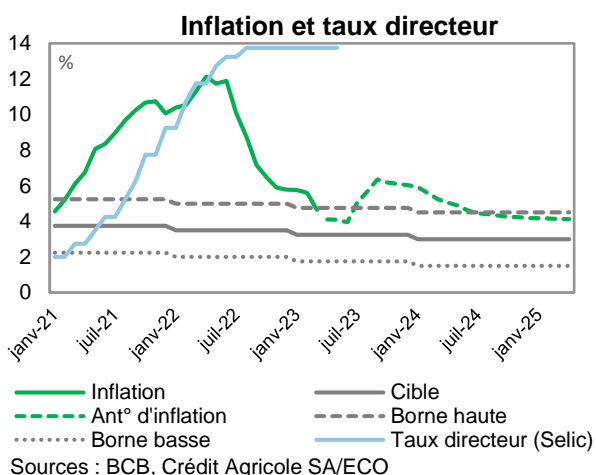
<sup>1</sup> [Government Energy Spending Tracker: Policy Database – Data Tools - IEA](#)

## Amérique latine

### Brésil – « Patience et sérénité »

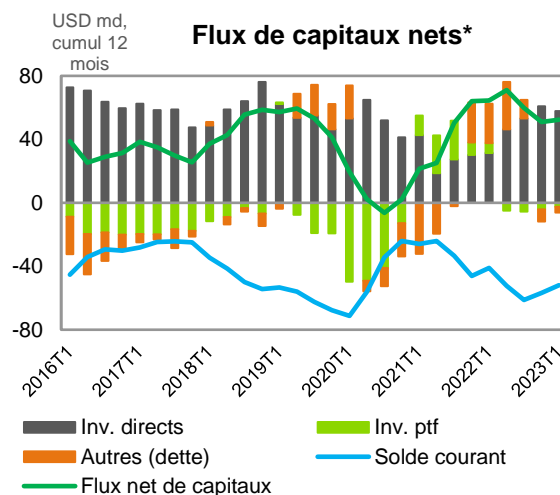
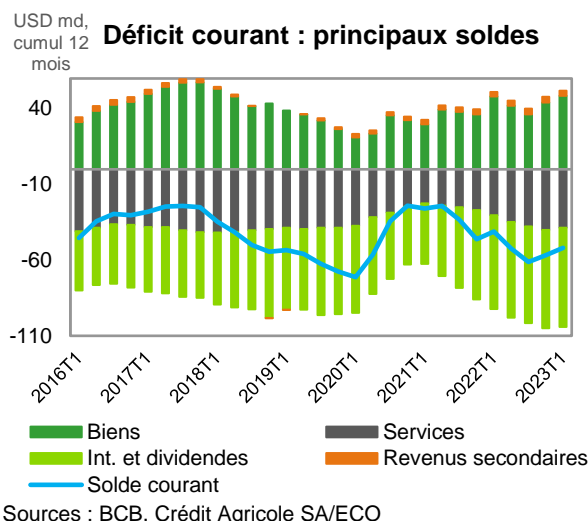
Sans surprise, la banque centrale (BCB) a laissé son taux directeur inchangé (Selic à 13,75%) : elle reste vigilante et estime que « le scénario actuel exige patience et sérénité dans la conduite de la politique monétaire ». Un scénario actuel qui constate que l'environnement mondial demeure difficile alors que, sur le terrain domestique, la décélération est conforme aux attentes malgré la résilience du marché du travail. L'inflation se replie (4,65% en mars sur un an) mais l'inflation sous-jacente excède ce que requiert l'objectif d'inflation totale et les anticipations d'inflation (6,1% pour 2023 et 4,2% pour 2024) ont légèrement augmenté. Les projections d'inflation de la BCB s'établissent à 5,8% pour 2023 et à 3,6% pour 2024.

Si la BCB se « réjouit » du rétablissement des taxes sur les carburants et, surtout, de la proposition de cadre budgétaire<sup>2</sup>, elle continue d'insister sur les risques haussiers pesant sur son scénario d'inflation : plus grande persistance des pressions inflationnistes mondiales, désancrage plus important ou plus persistant des anticipations d'inflation à long terme, incertitude sur la forme exacte du futur ancrage budgétaire et, surtout, son impact sur les trajectoires attendues de la dette publique, des anticipations d'inflation et les actifs à risque. Enfin, la BCB note que le désancrage des anticipations d'inflation à long terme augmente le coût de la désinflation nécessaire pour atteindre les cibles d'inflation. Bref, rien ne permet de tabler sur un assouplissement monétaire imminent.



Par ailleurs, les comptes extérieurs du premier trimestre ont fait apparaître un excédent commercial très confortable grâce, essentiellement, à la progression des exportations de biens (près de 78 Mds USD, soit 345 Mds USD sur l'année écoulée) elle-même due à la hausse des exportations agricoles. Le solde courant reste largement déficitaire : les

performances commerciales ne parviennent pas à compenser les déficits enregistrés au titre des services (en légère amélioration en raison de la baisse du déficit des services liés au transport) et de la rémunération des capitaux investis au Brésil (déficit au titre des intérêts et dividendes nets versés de près de 66 Mds USD cumulés sur 12 mois).



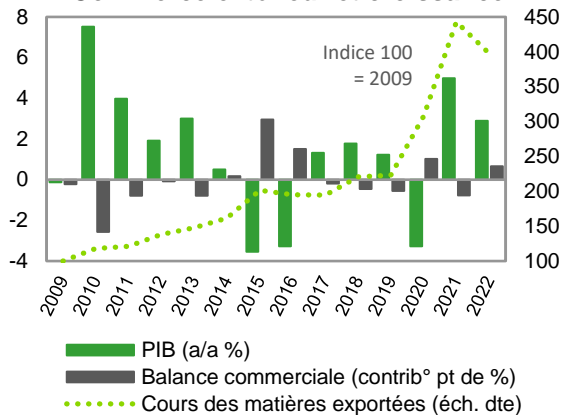
Les flux de capitaux font toujours apparaître des entrées brutes massives au titre des investissements directs étrangers (IDE, 90 Mds USD sur 12 mois soit 4,6% du PIB) qui se composent très majoritairement (78%) de capital (« new money » et réinvestissements des bénéficiés). Les entrées nettes au titre des IDE (58 Mds USD sur 12 mois) excèdent le déficit courant sur la même période (-52 Mds USD). Sur les 12 derniers mois, les IDE nets équivalent donc à près de 3% du PIB à rapprocher d'un déficit courant de 2,7%. Le sur-

<sup>2</sup> Cf. notamment « [Brésil : vers un nouveau cadre budgétaire](#) », Perspectives N°23/135 – 4 mai 2023.

financement permet une croissance des réserves de change qui, à 341 Mds USD, couvrent 50% du passif en devises (1 750 Mds USD) hors stock d'IDE (1 068 Mds USD).

Si la solvabilité externe est robuste grâce aux performances commerciales en volume mais aussi en valeur et au mode financement, le dynamisme des échanges profite toujours peu à la croissance. « Sommairement », il apparaît que les seuls épisodes durant lesquels la contribution de la demande extérieure nette à la croissance a été significativement positive sont les périodes de récession accompagnées d'une forte réduction des importations en volume.

**Commerce extérieur et croissance**



Sources : BCB, Crédit Agricole SA/ECO

## Europe centrale et orientale, Asie centrale

### Kazakhstan : l'impossible traçabilité des échanges avec la Russie ?

En Asie centrale, et particulièrement au Kazakhstan, le problème de la traçabilité des flux commerciaux devient un enjeu majeur de géo-économie. Et ce n'est pas un enjeu de court terme : il faut désormais acter ce point comme étant une composante durable des risques régionaux, liée à un nouvel environnement géopolitique. Les acteurs économiques concernés doivent donc s'organiser. En fait, quelle que soit l'issue ou la durée de la guerre, les pays de la région, ainsi que ceux du Caucase et du pourtour de la mer Noire, vont vivre longtemps sous l'épée de Damoclès d'un risque de sanctions dans leurs relations avec la Russie. Sanctions directes bien sûr, mais la plupart des gouvernements y sont très attentifs, sanctions secondaires surtout, car le contrôle des chaînes de valeur et des circuits commerciaux s'avère difficile, voire impossible.

Rappelons que la Russie est le principal partenaire commercial du Kazakhstan pour les produits hors pétrole, et surtout le principal pays de transit pour les flux pétrolier (80% des exportations passent par le CPC, et malgré les déclarations d'intention, les autres routes sont difficiles à faire monter en charge, notamment confrontées à des problèmes croissants de congestion de trafic). Le Kazakhstan est également membre de l'Union eurasiennne, qui visait justement à simplifier les échanges et procédures douanières entre Russie, Belarus, Kirghizstan et Arménie. Ajoutons enfin une information récente, pour mieux comprendre l'enjeu majeur pour les investisseurs, non seulement en termes de compliance mais aussi de risque de réputation : les exportations kazakhes de machines à laver vers la Russie étaient nulles en 2021 et seraient passées, selon des sources publiques locales, à 100 000 en 2022. Pas besoin d'épiloguer : ces flux tombent évidemment dans la catégorie à risque de produits à

« usage dual » (incluant aussi les iPhones), dénoncée par M. Axelrod, représentant officiel du Bureau américain de l'Industrie et de la Sécurité lors de son récent voyage local : les États-Unis auraient d'ailleurs pointé le Kazakhstan et l'Arménie comme étant en tête de liste des pays à risque d'exportation ou de réexportation de produits sensibles vers Moscou. Mais à vrai dire, tous les pays de la région sont concernés. Le Kirghizstan, par exemple, servirait de point de réexportation des composants de Corée du Sud, ce qui serait visible dans la hausse de certaines exportations de Corée vers ce pays. Quant aux très stratégiques ventes de semi-conducteurs kazakhes, elles seraient passées de 12 000 en 2021 à 3,7 millions en 2022. Au total, le commerce hors pétrole avec la Russie aurait augmenté de 25% l'an dernier.

Ces éléments renvoient à la déclaration récente d'E. Rosenberg, du département du Trésor américain, également en voyage local, qui vient d'évoquer très précisément ce risque de sanctions secondaires au Kazakhstan comme étant une menace de plus en plus forte. Ces déclarations ont immédiatement agité la communauté des investisseurs étrangers locaux. Dans la foulée, Halyk Finance, une banque kazakhe importante, a également déclaré qu'elle n'aiderait plus les Russes et les Bélarusses à négocier des titres à la bourse locale. Effectivement, la traçabilité doit être commerciale mais aussi financière. Par ailleurs, un système de traçage en ligne des flux commerciaux a été lancé en avril par le gouvernement, prouvant l'attention et la bonne volonté de ce dernier, face à cette question des sanctions secondaires. Néanmoins, ce système n'est a priori pas accompagné d'une législation spécifique, et beaucoup de détails restent trop flous, selon les juristes locaux. À suivre, donc.

**✓ Notre opinion** – La pression sur le thème sanctions secondaires est en train de monter du côté américain, et des émissaires européens dans la région ne sont pas complètement en reste, qui ont également évoqué le sujet lors de leurs récentes visites. L'Asie centrale est clairement l'une des régions les plus exposées à ce risque, car l'une des plus proches de la Russie commercialement. Les investisseurs et les gouvernements locaux y sont pourtant très attentifs, mais les outils de contrôle et de traçabilité sont pour l'instant insuffisants, face à la complexité des flux, et surtout, face à la rapidité de la réorganisation des acteurs concernés, qui mettent en place moult sociétés écrans et stratégies « anti-compliance ». C'est en fait la face la plus obscure de la mondialisation à laquelle la guerre est en train de donner un sacré coup de fouet...

## Afrique sub-saharienne

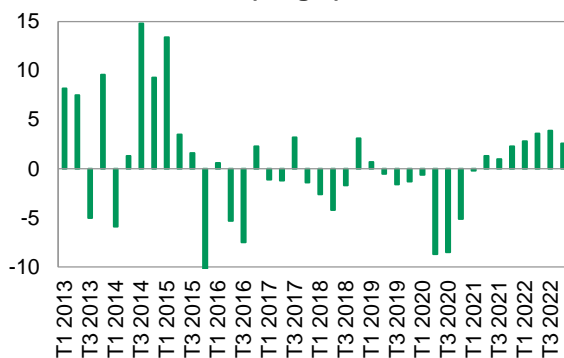
### Angola : la croissance en 2022 a été en ligne avec les prévisions

L'Angola a enregistré au quatrième trimestre 2022 une croissance du PIB de 2,6% par rapport à la même période en 2021 et une croissance cumulée de 3% sur l'année, en ligne avec le consensus qui tablait sur une valeur annuelle de 3,1%. La croissance trimestrielle a été la plus faible de l'année au cours de ce trimestre, à seulement +0,2% par rapport au trimestre qui précède. Le pays poursuit, néanmoins, sa reprise économique après plusieurs années de récession, notamment suite au double choc des matières premières en 2015 et sanitaire en 2020.

Cette progression de l'activité économique a été largement soutenue par le secteur des transports et de la logistique dont la valeur ajoutée enregistre une croissance de 36,8% au quatrième trimestre par rapport au troisième trimestre, et contribue à hauteur de 1,1 pp à la variation du PIB. Le dynamisme de ce secteur est dû à l'augmentation des fréquences des vols régionaux et internationaux ainsi qu'à la mise en circulation de nouveaux bus. Le secteur de l'intermédiation financière et de l'assurance est également un important contributeur à cette croissance (0,1 pp), avec une valeur ajoutée qui a crû de 9,8% par rapport au trimestre précédent. Cette hausse de la valeur ajoutée a été tirée par l'augmentation des revenus des banques commerciales. Enfin, le secteur de l'administration publique, avec une évolution de 9%, a contribué de 0,7 pp à la croissance du PIB.

Les secteurs de la pêche (+7,7%), de la construction (+7,1%) ou encore de l'agriculture (+3,9%) ont également été d'importants moteurs de la croissance. En revanche, l'industrie pétrolière s'est fortement contractée au quatrième trimestre (-5%). Ce repli s'explique en partie par le ralentissement économique mondial et des prix du pétrole moins avantageux qu'au début de l'année 2022, après le déclenchement du conflit russo-ukrainien.

**Evolution trimestrielle du PIB  
(%, g.a)**



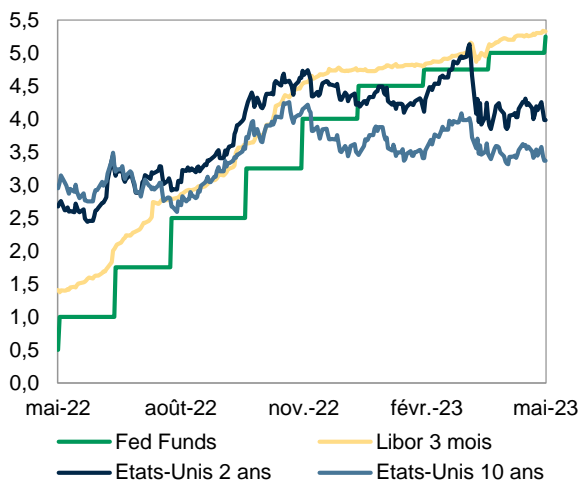
Source : Instituto Nacional de Estatística, Crédit Agricole S.A.

**Notre opinion** – Cette année, les perspectives économiques pour l'Angola restent bien orientées. La croissance de l'activité économique restera positive (2,8% d'après la Banque mondiale) mais sera freinée par la baisse des cours du pétrole. Au premier trimestre, on observe déjà une diminution de 30% des revenus d'exportations de pétrole brut.

## Tendances à suivre

### Taux d'intérêt en dollar américain

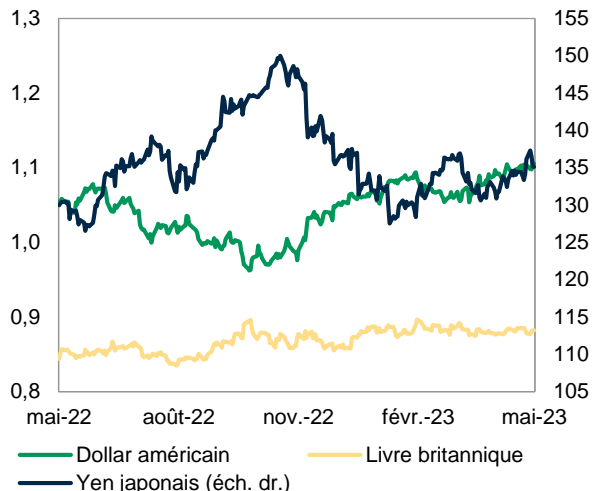
%, interbancaire (Londres) et souverains (États-Unis)



Source : Thomson Reuters

### Taux de change des principales devises

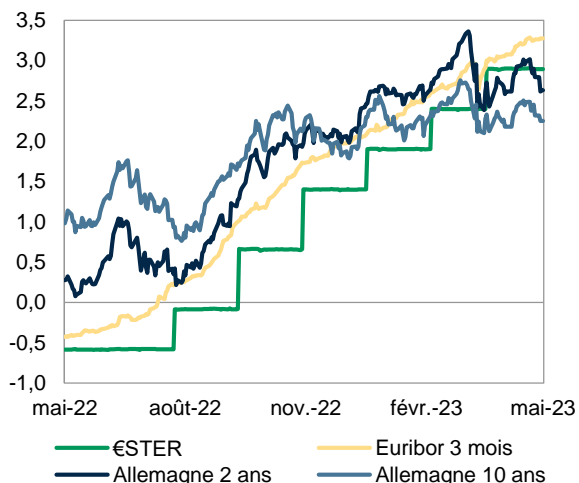
EUR/USD, EUR/GBP et USD/JPY



Source : Thomson Reuters

### Taux d'intérêt en euro

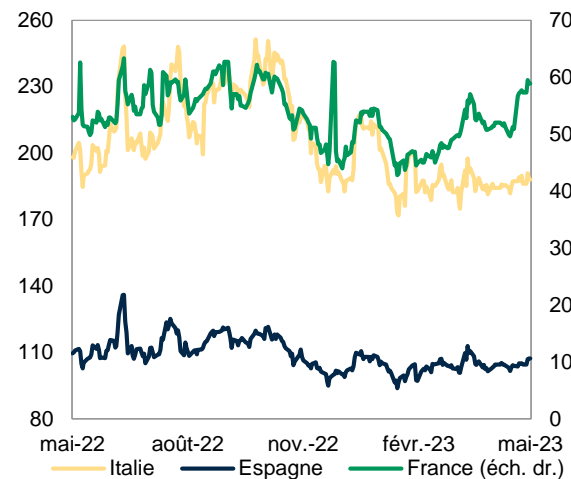
%, interbancaires (Londres) et souverains (Allemagne)



Source : Thomson Reuters

### Spreads souverains européens avec le Bund

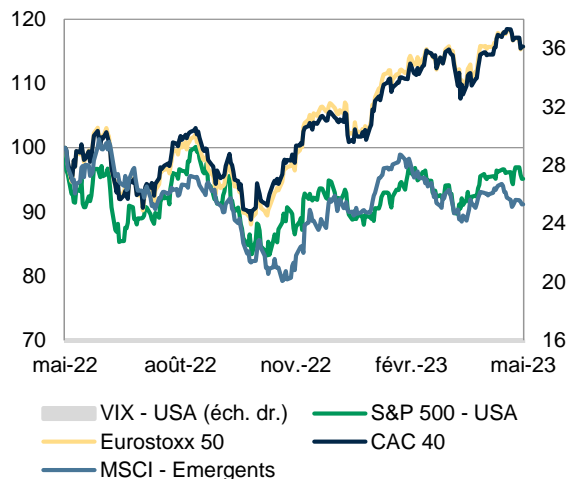
Pdb, dette en EUR à dix ans



Source : Thomson Reuters

### Marché actions

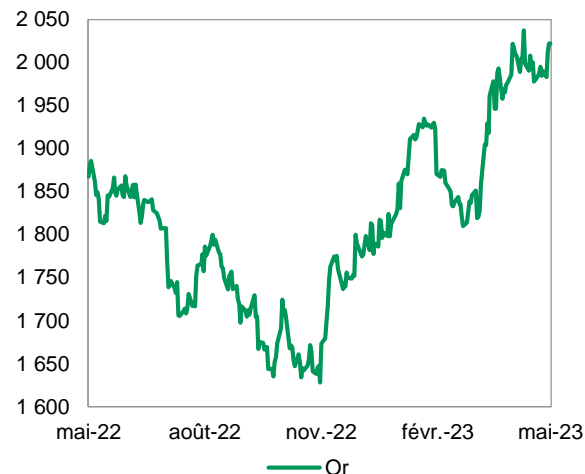
Indice boursiers (100 = début de période) et volatilité VIX



Source : Thomson Reuters

### Cours de l'once d'or

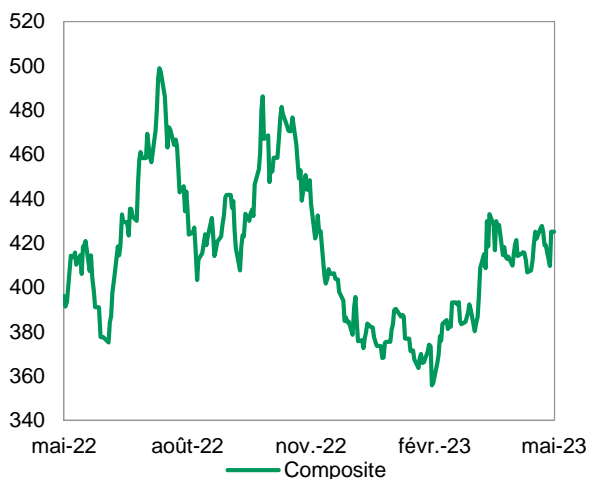
USD/Once troy (Londres)



Source : Thomson Reuters

### Spreads souverains émergents avec le T-Bond

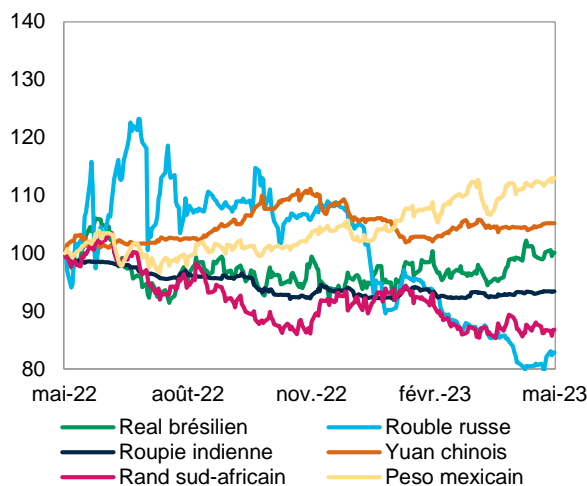
Indices EMBI+ (pdb, dette en USD de plus d'un an)



Source : JP Morgan

### Devises émergentes

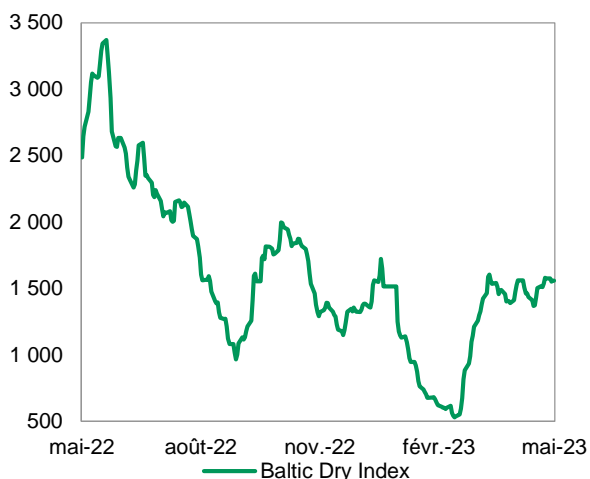
/USD (indice 100 = début de période)



Source : Thomson Reuters

### Coût du transport maritime de vrac sec

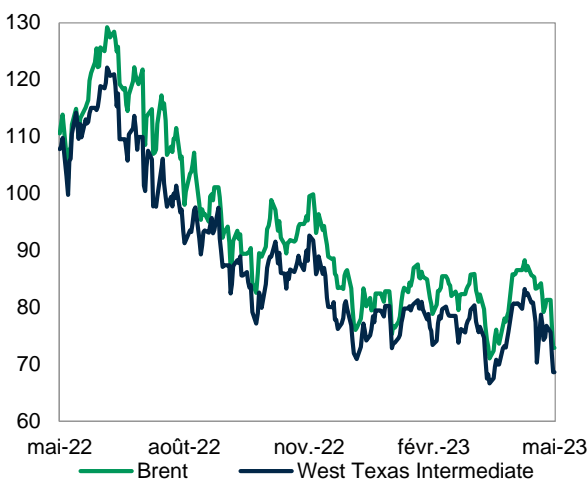
Baltic Dry Index (USD/point)



Source : Baltic Exchange

### Cours du baril de pétrole brut en USD

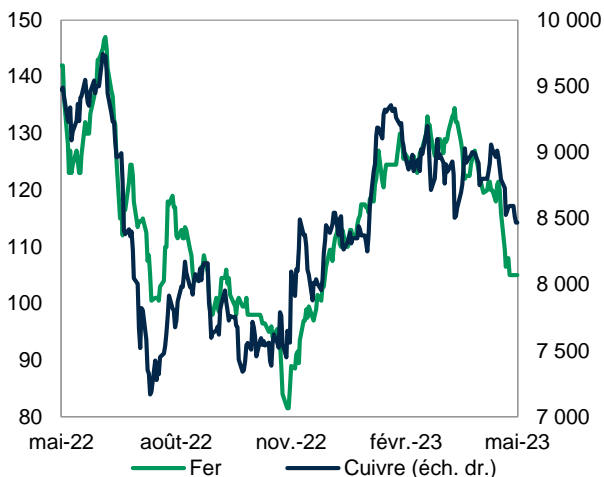
Brent (mer du Nord) et WTI (golfe du Mexique)



Source : Thomson Reuters

### Cours des métaux

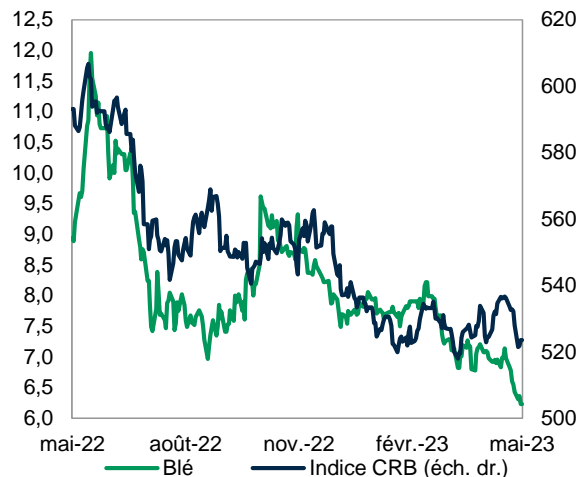
USD/tonne métrique



Sources : Steel Home, London Metal Exchange

### Agriculture

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



Sources : USDA, CRB



Consultez nos dernières parutions en accès libre sur Internet :



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

[Un ralentissement « baroque »](#)

Date	Titre	Thème
04/05/2023	<a href="#">L'indésirable blé ukrainien</a>	Ukraine
04/05/2023	<a href="#">Brésil – Vers un nouveau cadre budgétaire</a>	Brésil
03/05/2023	<a href="#">Soudan – L'instabilité politique, un frein à l'économie</a>	Afrique sub-saharienne
02/05/2023	<a href="#">Chine-États-Unis – Les promesses non tenues de l'accord commercial</a>	Asie, Amérique du Nord
02/05/2023	<a href="#">PRISME – L'analyse de la conjoncture et de l'actualité agricole et agroalimentaire du Crédit Agricole</a>	Agri-Agroalimentaire
28/04/2023	<a href="#">Monde – L'actualité de la semaine</a>	Monde
28/04/2023	<a href="#">France – Conjoncture – Flash PIB : la croissance atteint 0,2% au T1 2023</a>	France
28/04/2023	<a href="#">News géoéconomiques</a>	Géoéconomie
27/04/2023	<a href="#">L'indispensable politique étrangère des entreprises</a>	Géoéconomie
27/04/2023	<a href="#">Italie – Scénario 2023-2024 : 2023, l'année du ralentissement</a>	Italie
27/04/2023	<a href="#">L'indispensable politique étrangère des entreprises</a>	Monde
26/04/2023	<a href="#">Chine – Les paradoxes de la reprise chinoise</a>	Asie
26/04/2023	<a href="#">Italie – Le bon élève mais pauvre, une consolidation qui ne dit pas son nom</a>	Italie
25/04/2023	<a href="#">Amérique latine – Un peu de prévision, un peu de prospective</a>	Amérique latine
24/04/2023	<a href="#">Espagne – Scénario 2023-2024 : le retour de la croissance molle</a>	Zone euro

### 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 LÉBOUGRE (coordination scénario)

**Afrique du Nord, Moyen-Orient :** Olivier LE CABELLEC

**Afrique sub-saharienne :** Ayathassen BENSALD

**Documentation :** Dominique PETIT, Elisabeth SERREAU

**Statistiques :** DATALAB ECO

**Réalisation et Secrétariat de rédaction :** Véronique CHAMPION

**Contact :** [publication.eco@credit-agricole-sa.fr](mailto:publication.eco@credit-agricole-sa.fr)

Consultez les Études Économiques et abonnez-vous gratuitement à nos publications sur :

**Internet :** <https://etudes-economiques.credit-agricole.com/>

**Application Etudes ECO** disponible sur l'[App store](#) & sur [Google Play](#)

*Cette publication reflète l'opinion de Crédit Agricole S.A. à la date de sa publication, sauf mention contraire (contributeurs extérieurs). Cette opinion est susceptible d'être modifiée à tout moment sans notification. Elle est réalisée à titre purement informatif. Ni l'information contenue, ni les analyses qui y sont exprimées ne constituent en aucune façon une offre de vente ou une sollicitation commerciale et ne sauraient engager la responsabilité du Crédit Agricole S.A. ou de l'une de ses filiales ou d'une Caisse Régionale. Crédit Agricole S.A. ne garantit ni l'exactitude, ni l'exhaustivité de ces opinions comme des sources d'informations à partir desquelles elles ont été obtenues, bien que ces sources d'informations soient réputées fiables. Ni Crédit Agricole S.A., ni une de ses filiales ou une Caisse Régionale, ne sauraient donc engager sa responsabilité au titre de la divulgation ou de l'utilisation des informations contenues dans cette publication.*