

Perspectives

Hebdomadaire – N°24/025 – 26 janvier 2024

MONDE – L'actualité de la semaine

☞ Une bonne semaine sur les marchés.....	2
☞ La fragmentation géopolitique fait évoluer la grammaire du risque pays.....	3
☞ France : comment les entreprises et les ménages perçoivent-ils la conjoncture début 2024 ?.....	6
☞ Allemagne : hausse des défaillances, mais faible niveau.....	7
☞ Espagne : réduction de la durée hebdomadaire du travail, la nouvelle aventure du gouvernement.....	8
☞ Royaume-Uni : les entreprises plus optimistes en janvier, selon les PMI.....	9
☞ Chine : annonces de soutien à l'économie après une nouvelle chute des indices boursiers	10
☞ Maroc : croissance déprimée chez les partenaires européens.....	12
☞ Afrique sub-saharienne : le FMI en soutien aux pays surendettés de la région	13
☞ L'accord entre l'Éthiopie et le Somaliland cristallise de nombreuses tensions au sein de la région	13

Une bonne semaine sur les marchés

Les marchés ont surfé sur une vague d'optimisme cette semaine, avec un fort rebond des indices actions en Europe (+3,6% pour l'Eurostoxx50, +3% pour le CAC40) et une consolidation des gains sur les marchés actions américains (+1,1% pour le S&P500). Le S&P500 a atteint un nouveau record à la clôture (à 4 895 points jeudi), porté par des résultats encourageants des entreprises dans les secteurs des nouvelles technologies et par des données d'activité meilleures que prévu.

La plus grande surprise est venue des États-Unis où le PIB du quatrième trimestre a affiché une croissance de 3,3% en rythme annualisé (0,8% non annualisé), très au-dessus des anticipations du consensus (2%). En dépit d'un ralentissement par rapport au troisième trimestre, lorsque la croissance avait atteint près de 5% en rythme annualisé, les chiffres confirment la résistance de l'économie face au resserrement monétaire passé sur fond d'assagissement de l'inflation. La progression de l'activité sur le trimestre a été générale : la consommation privée (en hausse de 2,8%), les dépenses publiques (3,3%), l'investissement privé non-résidentiel (1,9%) et une hausse modeste de l'investissement résidentiel (1,1%). Néanmoins, cette performance est largement liée au commerce extérieur (les exportations nettes ont contribué pour 0,43 point de pourcentage (pp) à la croissance contre des anticipations de contribution nulle, voire négative) et en partie aux variations de stocks (contribution de 0,07 pp). La croissance annuelle du PIB s'élève à 2,5% après 1,9% en 2022, un résultat fortement supérieur aux anticipations en début d'année. Le déflateur des dépenses de consommation des ménages hors énergie et produits alimentaires a progressé de 2% en variation sur le trimestre (comme au troisième trimestre) et de 3,2% sur un an (après 5,1% au troisième trimestre). Nous continuons d'anticiper un ralentissement de la croissance au cours de cette année, le resserrement monétaire agissant avec un retard relativement important, car une grande partie de la dette souscrite à des taux fixe bas devra être refinancée à des taux plus élevés. Néanmoins, l'économie continue pour l'instant de tourner à plein régime et les indices flash PMI pour le mois de janvier signalent une nette accélération de l'activité au début de l'année, à son rythme le plus élevé depuis juin, tiré par le secteur des services, tandis que l'industrie continue de se contracter, modérément.

Les anticipations de marché pour les taux de la Fed se sont ajustées à la baisse au cours des deux dernières semaines : promu par des discours de membres de la Fed, le « plus gros » du mouvement

ayant eu lieu la semaine dernière. Les baisses de taux anticipées par les marchés restent toutefois agressives : elles n'excluent pas une première baisse en mars et tablent sur un total de près de 140 points de base (pdb) pour l'année (près du double des 75 pdb indiqués par le *dot plot* de décembre). En ce qui concerne les rendements des obligations souveraines américaines, ils ont légèrement reculé : de 8 et 2 pdb sur la semaine pour le deux ans et le dix ans respectivement, pour atteindre 4,30% et 4,11%, sur fond d'espairs renforcés d'un atterrissage en douceur.

En zone euro, les signaux envoyés par les premières enquêtes de ce début d'année sont plus mitigés et invitent à la prudence. Le PMI composite préliminaire s'est en effet inscrit en hausse légère (46,9, après 46,7 en décembre), tout en restant fermement en territoire de contraction de l'activité. Le climat des affaires s'est davantage détérioré en Allemagne avec une récession qui accélère dans les services pour le troisième mois consécutif. L'enquête IFO allemande du climat des affaires révèle un pessimisme encore plus grand, chutant à son plus bas niveau depuis trois ans, en raison d'une détérioration à la fois de l'appréciation de la situation courante et des anticipations. Dans ce contexte, la présidente de la Banque centrale européenne, Christine Lagarde, n'a pas cherché à contrer les anticipations de taux de marché (tablant sur une première baisse en avril) lors de sa conférence de presse à l'issue de la réunion de politique monétaire du 25 janvier, ce en quoi elle nous a parue légèrement plus *dovish* qu'en décembre. Des chiffres d'inflation en ligne avec ses anticipations ont sans doute joué un rôle déterminant. Selon la BCE, il reste néanmoins toujours prématuré de parler de baisse des taux. La croissance des salaires occupant une place centrale dans sa fonction de réaction, la BCE devrait, selon notre scénario, attendre au moins la publication des chiffres du premier trimestre, avant de baisser ses taux (c'est-à-dire pas avant juin). La tonalité légèrement plus *dovish* de la BCE a toutefois soutenu les marchés obligataires : les rendements des obligations souveraines se sont repliés (-15 pdb pour le deux ans allemand, -8 pour le dix ans sur la semaine) et les primes de risques se sont resserrées légèrement. Les écarts de variations de rendements par rapport à leurs homologues américains et une conjoncture plus défavorable sur le vieux continent ont continué de peser sur l'euro, en baisse de 0,4% sur la semaine contre le dollar à 1,08 et de 2% depuis le début de l'année.

Éditorial

La fragmentation géopolitique fait évoluer la grammaire du risque pays

Pour l'instant, la dynamique de fragmentation géopolitique désorganisée et conflictuelle semble avoir la main sur le scénario mondial, sur fond de rivalité sino-américaine et d'urgence environnementale. *De facto*, nous sommes pour un bon moment sans doute, sur une scène géopolitique multipolaire, où les mécanismes de coordination ou de concertation sont de plus en plus inefficaces, car chacun joue d'abord sa carte – et cela ne concerne pas seulement les pays du nouveau Sud global. Pour les entreprises, c'est donc la grammaire de cette fragmentation qui va peu à peu faire évoluer les risques. Que peut-on en dire pour l'instant ?

Deux tendances lourdes

L'auto-réalisation – Cette dynamique de fragmentation/recomposition est d'autant plus rapide qu'elle est devenue auto réalisatrice, pour plusieurs raisons qui se cumulent.

- ✓ **Le passage à l'acte des acteurs « révisionnistes » est un phénomène contagieux.** Non seulement parce qu'un conflit sert à en cacher un autre (l'Azerbaïdjan n'aurait pas eu la même latitude d'action dans un monde moins préoccupé par l'Ukraine), mais aussi parce que la multiplication des fronts gêne le gendarme américain déjà bien occupé.
- ✓ **Le réarmement accéléré du monde risque aussi de nourrir une dynamique de dilemme de sécurité dans les régions les plus stratégiques**, en conflit déjà déclaré ou latent. Le dilemme de sécurité est une dynamique d'action qui se met en place quand la confiance n'existe plus entre deux États, ou quand les canaux de communication ne fonctionnent plus. Dans cette situation, les stratèges peuvent estimer que le coût du passage à l'acte d'un État va augmenter à mesure que la dissuasion, dans le camp d'en face, se renforce ; et que l'adversaire risque d'agir le premier. Typiquement, ces questions temporelles de « fenêtre d'action » sont en train d'influencer leur rythme du calendrier dans la relation Taïwan/Chine.
- ✓ Le compte à rebours des élections américaines oblige tous les États à se repenser, et il joue dès maintenant le **rôle d'un gigantesque accélérateur stratégique** – l'hypothèse d'une élection de Trump est perçue par de nombreux États et analystes comme un *game changer* sur des dossiers clés de la géopolitique mondiale. Certains vont donc attendre, d'autre au contraire agir. Ce point de calendrier est évidemment crucial pour l'Ukraine mais aussi à Gaza.
- ✓ La « géopolitique des verrous » peut aussi inciter beaucoup de décideurs (économiques et politiques) à un passage à l'acte plus rapide :

tout acteur conscient de posséder un atout stratégique plus ou moins unique (du type matière première rare ou position géographique de contrôle d'un flux essentiel) réfléchit aujourd'hui au caractère potentiellement provisoire de cet atout, voire au risque qu'il soit neutralisé. Les Houthis obligent en ce moment de nombreux armateurs à rajouter dix jours à leur voyage, en contournant Suez, mais jusqu'à quand ? En revanche, la maîtrise d'un monopole sur une matière première est sans doute plus durable, mais les logiques de cartels vont devenir de plus en plus tentantes – et avec elles, les risques de volatilité et de déséquilibre des prix relatifs, ainsi que les risques de change. En fait, les risques pays vont évoluer en fonction des stratégies que vont adopter les pays qui contrôlent les nouvelles rentes de la transition climatique.

- ✓ Enfin, la plupart des prescripteurs stratégiques (FMI en tête) adoptent désormais cette idée de la fragmentation comme base de réflexion. **Cette nouvelle quasi-unanimité d'analyse, même si elle est provisoire, est aussi un facteur auto-réalisateur !** En effet, devenue LE mot à la mode, le simple constat de la fragmentation générale incite au chacun pour soi : quand tout le monde bouge, rester immobile c'est prendre du retard.

Fragmentation, oui mais laquelle ? Le rythme de réorientation du commerce ou des investissements n'est pas le même que celui de la stratégie militaire, ou des opinions publiques : en réalité, il va nous falloir plusieurs années pour savoir précisément comment les chaînes de valeur seront redistribuées, là où il n'a fallu que quelques mois à l'Allemagne et au Japon pour abandonner des décennies de tabous pacifistes. De même, s'il est incontestable que le Grand Sud cherche des alternatives au dollar, il est clair qu'une dédollarisation ne peut être que lente, sauf brusque changement de perception de ce qui en fait une valeur refuge : la domination du dollar imprime donc, quoi qu'il en soit, une inertie au rythme du changement. Autre exemple : s'il a fallu des années pour que s'affaiblisse l'image du modèle de société américain, la bascule est devenue rapide, dès lors qu'elle est portée par le thème du deux poids-deux mesures. Cette accélération dans la fragmentation du *soft power* n'a échappé ni à l'Inde, ni aux pays du Golfe, qui poussent leurs cartes d'influence.

La « fragmentation » géopolitique n'est donc pas un phénomène uniforme, il vaudrait mieux parler DES fragmentations. En effet, les temporalités sont très différentes selon le champ dans lequel le phénomène de fragmentation va être « digéré ». En matière de commerce, d'investissement, de

stratégie militaire, de risque juridique ou financier, les contraintes et les dynamiques ne sont pas les mêmes, les inerties non plus. Ces décalages temporels vont jouer un rôle important dans les nouveaux risques nés de la géopolitique. Ils expliquent aussi certains décalages de perception entre par exemple les économistes et les politologues ; ou bien les milieux des affaires et les cercles militaires.

Que sait-on pour l'instant de la grammaire des risques dans cet entre-deux chaotique ?

1 – La première règle d'un monde chaotique, c'est qu'il peut connaître des **bifurcations brutales de l'ensemble du système** (c'est le principe de la physique du chaos). Pour l'instant, les événements ont été « conflictogènes », et il y en aura sans doute d'autres, car toutes les zones stratégiques du monde peuvent être l'objet d'un passage à l'acte. Mais il peut aussi y avoir des surprises dans l'autre sens. La moindre négociation de paix ferait autant de bruit que les conflits, d'autant que tous les théâtres de conflit sont connectés. Il faut s'attendre à des surprises stratégiques : les scénarios ne vont pas être linéaires.

2 – **Qui va « faire » les scénarios, qui va les orienter, les faire bifurquer ? C'est une question essentielle à garder en tête.** En effet, si la violence des événements géopolitiques actuels semble donner la main aux États, il ne faut pas oublier que le cycle dans lequel nous sommes depuis plus d'une dizaine d'années est avant tout politique : c'est la crise des démocraties qui a ouvert un espace aux autocraties. Par ailleurs, ce sont également les questions de politique intérieure qui poussent souvent les États, et cela quels que soient les types de régime, à aller chercher dans le conflit externe une légitimité dont ils manquent en interne. Les multiples élections cette année rappellent donc cette articulation du politique au géopolitique, et elles vont orienter le scénario mondial, quelles que soient les stratégies géopolitiques des États. Enfin, le passage à l'acte des peuples ne cesse de faire irruption dans le domino des logiques de puissance, créant de « l'imprévu » (peut-être aussi parce qu'on ne veut pas le voir arriver...). Les printemps arabes avaient pointé l'effet des réseaux sociaux sur les insurrections, très étudiées depuis, et plus largement, sur un phénomène de mutation du Politique, au sens profond du terme, mutation qui n'a cessé de se confirmer depuis.

Aujourd'hui, la logique géopolitique d'élargissement de l'Europe à l'Ukraine est remise en cause par les agriculteurs européens, qui dénoncent, de façon plus large, tous les produits issus des traités de libre-échange. De la même façon, à l'autre bout de l'échiquier mondial, les pays du Golfe ne peuvent pas s'exonérer de l'opinion publique arabe dans leur positionnement vis-à-vis du conflit à Gaza, même si ces États gardent comme priorité leurs plans de transition à long terme, dans lesquels la start-up nation israélienne jouait un rôle important... Pour

bien mesurer nos risques, il faut donc, en permanence, penser le politique en même temps que le géopolitique. **Une stratégie qui serait trop « avalée » par la question de la stratégie des États risquerait de se retrouver en surplomb des questions politiques et sociales, et de simplifier à l'extrême la nature du cycle que nous vivons.**

3 – Le deuxième mot le plus à la mode aujourd'hui sur la planète stratégique est celui du multi-alignement. Dès qu'un État en a les moyens, on le retrouve, de l'Inde au Vietnam, en passant par l'Arabie saoudite, la Thaïlande ou le Kazakhstan. **Mais quel est l'impact concret de ce multi-alignement pour les entreprises ? En fait, cela crée de nouvelles opportunités mais aussi de nouveaux risques**, qu'il va falloir estimer au cas par cas – c'est-à-dire pays par pays, et secteur par secteur. Opportunités parce que les États cherchent tous de nouveaux partenaires dans les filières stratégiques, par exemple dans l'armement, qui profite de la volonté de la plupart des pays de monter en autonomie dans ce domaine, Arabie saoudite et Inde en tête. Mais risques aussi ! Car le multi-alignement des États du Grand Sud entre vite en contradiction avec les sanctions et règles de *compliance* de la géopolitique amis/ennemis de l'Occident. **Dans une partie du monde, la guerre économique interdit donc, ou au minimum contrôle, la relation des entreprises et des banques avec certains États. Mais dans l'autre partie du monde, le principe dominant est au contraire celui du pragmatisme, des intérêts nationaux et des postures transactionnelles. Tout cela est en fait devenu contradictoire (et non organisé) dans un monde qui reste par ailleurs globalisé** et marqué par des chaînes de valeur complexes. Celles-ci limitent généralement la traçabilité des flux à deux ou trois niveaux de sous-traitance. Cette contradiction que porte la géopolitique des sanctions ne cesse de s'accroître, et conduit mécaniquement à des phénomènes de *sur-compliance*, et à l'augmentation du risque de sanctions indirectes. Dans toutes les régions d'Eurasie qui ont une relation économique forte avec la Russie, et parfois de dépendance, ces contradictions ne sont pas résolues.

4 – **On sait depuis longtemps que le risque de réputation a pris des dimensions nouvelles pour les acteurs économiques**, à mesure que la société civile a été traversée par les réseaux sociaux, et que l'entreprise elle-même est devenue de plus en plus responsable de son projet sociétal. L'urgence de la crise environnementale et la mobilisation citoyenne qui l'accompagne ont également fait franchir un nouveau cap au risque de réputation. **La fragmentation géopolitique en a rajouté un dernier car le risque de réputation peut se transformer en véritable accusation** de collaboration de guerre, voire de génocide. Il devient donc existentiel pour l'image d'une entreprise, et il prend des formes multiples, allant de la réelle relation d'affaire à la pure question d'image, à travers les publications ou

les déclarations des salariés. Le périmètre du risque de réputation n'a donc cessé de s'élargir depuis vingt ans dans la besace des risques pays, d'autant que son contrôle devient quasi-impossible.

5 – La seule chose qui semble certaine, dans cette géopolitique chaotique, c'est que tous les pays se dirigent, peu ou prou, vers une recherche de maîtrise stratégique (à défaut d'autonomie !) des secteurs essentiels du type alimentaire, engrais, eau, pharmacie, semi-conducteurs, armement... **Travailler au plus près de ces secteurs semble donc une stratégie logique en termes d'opportunités. Néanmoins, là aussi, il va falloir ne pas oublier les nouveaux risques derrière ces nouvelles**

opportunités. Ainsi, le désir (ou le prétexte) de l'autonomie stratégique peut justifier une extension brutale du périmètre d'action d'un État sur un secteur ou une entreprise, que ce soit par exemple en termes réglementaires, d'interdit d'exportation, voire de nationalisation. En fait, tous les risques opérationnels liés à l'arbitraire des États seront d'autant plus forts qu'on se rapprochera de ce qui va être considéré par ce dernier comme stratégique. Et cette perception peut évoluer à la fois sous l'effet de chocs économiques, mais aussi de pure rivalité géopolitique, exemple des semi-conducteurs en tête. Une perception fine des priorités stratégiques à long terme des États sera le seul moyen d'anticiper ce type de risques.

Zone euro

France : comment les entreprises et les ménages perçoivent-ils la conjoncture début 2024 ?

L'Insee a publié cette semaine les résultats de ses enquêtes de conjoncture auprès des entreprises et des ménages de janvier 2024. L'amélioration de la confiance des ménages semble ainsi s'être installée de manière durable, tandis que la stabilisation du climat des affaires est enclenchée.

Du côté des ménages, [la confiance s'améliore à nouveau en janvier 2024](#), à 91 (+2 points). Si l'indicateur synthétique reste nettement en-deçà de sa moyenne historique (100), il est en hausse depuis octobre 2023 (il s'établissait à 85 en septembre) et s'éloigne de son point bas atteint en juillet 2022 (80).

Dans le détail, le solde d'opinion¹ sur l'opportunité de faire des achats importants augmente nettement (+5 points), alors que celui-ci est très dégradé depuis 2022, restant sensiblement inférieur à sa moyenne de longue période. Les ménages sont aussi plus nombreux à estimer qu'il est opportun d'épargner (+2 points sur le solde d'opinion qui s'établissait déjà nettement au-dessus de sa moyenne de long terme), mais les soldes d'opinion relatifs à la capacité d'épargne des ménages (présente et future) sont stables, à un niveau élevé.

Concernant l'inflation, la part des ménages anticipant une accélération des prix dans l'année à venir est en baisse, et ils sont moins nombreux à estimer que les prix ont fortement augmenté au cours de l'année écoulée. Ils sont ainsi moins pessimistes sur leur niveau de vie dans les douze prochains mois, ainsi que sur celui des douze derniers mois, bien que les soldes d'opinion associés restent dégradés. Par ailleurs, les craintes des ménages quant au chômage diminuent (-4 points sur le solde d'opinion), à un niveau bas.

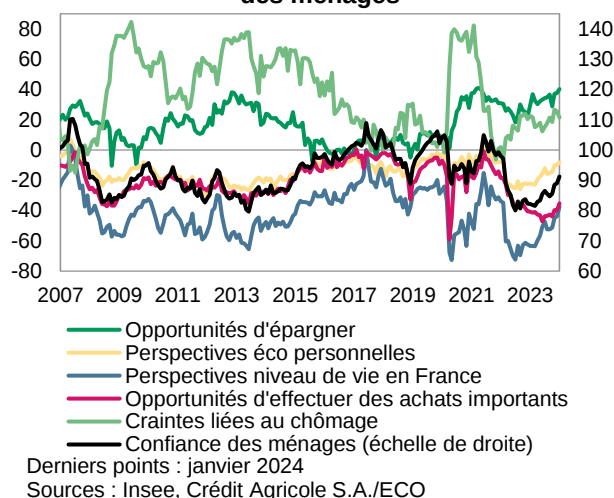
Du côté des entreprises, [le climat des affaires est stable en janvier](#) (après +1 point en décembre 2023), à 98, soit légèrement en-deçà de sa moyenne de long terme (100).

Dans le détail, le climat des affaires est stable dans l'industrie (à 99), avec une amélioration des perspectives personnelles de production dans les trois prochains mois et un assombrissement de celles sur la production des trois derniers mois. Le climat des affaires augmente dans les services (+1 point à 101) sous l'effet de la hausse du solde d'opinion sur la demande prévue, dans l'industrie du bâtiment (+2 points à 103) en lien avec un plus grand optimisme sur les perspectives d'activité, et dans le commerce de détail (y compris commerce et réparation d'automobiles, +4 points à 104) en raison d'une opinion plus favorable sur les intentions de commandes et les ventes passées. En revanche, le climat des affaires se dégrade de nouveau dans le commerce de gros (-1 point par rapport à novembre 2023², après -3 points), s'établissant à 90, nettement sous sa moyenne de longue période.

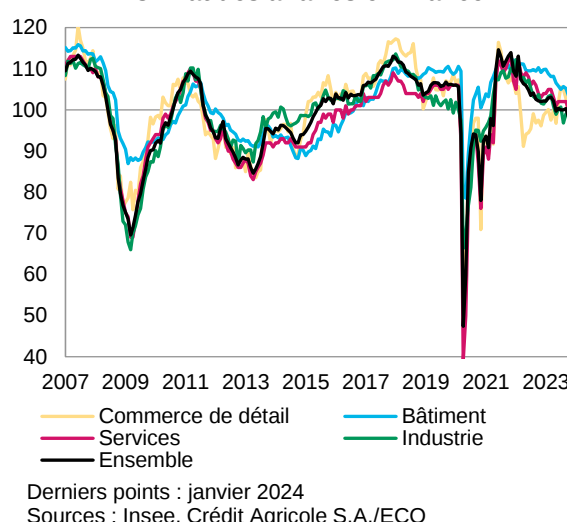
Le climat de l'emploi diminue légèrement en janvier (-1 point), à 99, soit sous sa moyenne historique (100) pour la première fois depuis avril 2021.

D'après [l'enquête trimestrielle de conjoncture dans l'industrie](#), les chefs d'entreprise déclarent en moyenne avoir diminué leurs prix de vente au cours des trois derniers mois (-0,4%), et ce pour la première fois depuis juillet 2020. Ils anticipent par ailleurs une stabilité de leurs prix de vente dans les trois prochains mois. La demande anticipée pour les trois mois à venir est par ailleurs en baisse par rapport à octobre 2023, avec un solde d'opinion qui repasse sous sa moyenne de long terme, mais les

Soldes d'opinion et confiance des ménages



Climat des affaires en France



¹ Le solde d'opinion est la différence entre les pourcentages de réponses positives et négatives (ou de réponses en hausse et en baisse).

² L'enquête de conjoncture dans le commerce de gros est bimestrielle.

goulets de production augmentent, à un niveau élevé : 31% des entreprises ne pourraient pas

accroître leur production avec leurs moyens actuels si elles reçoivent davantage de commandes.

✓ **Notre opinion** – Le rebond de la confiance des ménages et du solde d'opinion sur l'opportunité d'effectuer des achats importants sont des signes encourageants pour [notre scénario de reprise de la consommation](#). Les soldes d'opinion des chefs d'entreprises et des ménages sur l'évolution des prix confortent par ailleurs nos prévisions de poursuite du phénomène de désinflation. Un paradoxe semble émerger des résultats de l'enquête de conjoncture auprès des ménages : ceux-ci estiment plus opportun d'effectuer des achats d'importants, mais considèrent également le fait d'épargner comme plus opportun, dans un contexte où le taux d'épargne est déjà élevé. L'autre paradoxe est la diminution des craintes concernant le chômage, alors même que celui-ci augmente.

Le contexte récent d'atterrissage en douceur de l'économie française n'a pas été très favorable aux entreprises, qui ont vu leur situation de trésorerie se dégrader, avec un allongement des délais de paiement et une hausse du nombre de défaillances. Leur situation resterait mitigée dans les prochains trimestres en lien notamment avec l'impact du resserrement des conditions de financement, mais devrait s'améliorer ensuite grâce à l'accélération prévue de l'activité et aux baisses de taux directeurs qui devraient intervenir en 2024 et 2025. Enfin, la baisse du climat de l'emploi reste légère, mais conforte notre scénario d'une poursuite du ralentissement sur le marché du travail, déjà amorcée.

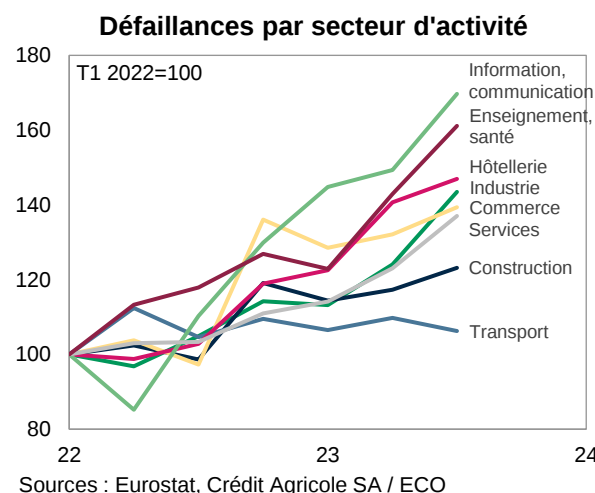
👉 Allemagne : hausse des défaillances, mais faible niveau

La fin des aides liées à la pandémie, la hausse des coûts de financement, de l'énergie et de la main-d'œuvre, dans un contexte de faiblesse de l'activité, ont provoqué une détérioration de la situation d'un nombre croissant d'entreprises. Tel est le cas des entreprises dites zombies, des entreprises qui ont constamment de la difficulté à générer suffisamment de revenus pour effectuer leurs paiements d'intérêts, en d'autres termes, des entreprises qui enregistrent un faible rendement pendant une longue période, mais qui ne font pas faillite. Ces types d'entreprises qui ont été maintenues à flot depuis la pandémie, grâce aux aides reçues et à la suspension de l'obligation d'ouvrir une procédure d'insolvabilité, se déclarent aujourd'hui en défaillance.

De façon générale, les défaillances d'entreprises ont enregistré une tendance à la hausse depuis le premier trimestre 2022. Du T2 2022 au T3 2023, les défaillances ont augmenté de 41%. Dans l'industrie (hors construction) les défaillances ont augmenté de 43%, dans la construction de 23%, dans le commerce de 39%, dans le transport de 6%, dans l'hôtellerie de 47%, dans l'information et la communication de 70%, tandis que dans la catégorie qui comprend les services spécialisés, administratifs et de soutien, les défaillances ont augmenté de 37%, et dans l'enseignement et la

santé de 61%. Seule l'activité de transport semble stable après la hausse initiale, ayant ainsi évité un taux de croissance à deux chiffres.

Cependant, le nombre de défaillances d'entreprises se situe à des niveaux historiquement bas, 4 699 au troisième trimestre 2023, un nombre de peu supérieur à celui du T1 2020 jusqu'avant la pandémie et bien inférieur au pic enregistré il y a vingt ans, 10 072 au deuxième trimestre 2004. .



✓ **Notre opinion** – L'augmentation du nombre de défaillances est évidente, mais le point de départ est particulièrement bas, car l'enregistrement des défaillances d'entreprises a été suspendu pendant la pandémie. Il s'agit donc d'une correction attendue. En outre, bien qu'à un rythme plus lent, le nombre d'entreprises créées a également augmenté, ce qui justifie aussi un nombre plus élevé de défaillances.

 Espagne : réduction de la durée hebdomadaire du travail, la nouvelle aventure du gouvernement

La vice-présidente du gouvernement et ministre du Travail et de l'Économie sociale, Yolanda Díaz, a comparu ce lundi devant la Commission du travail du Congrès des députés pour présenter les grandes lignes de l'action du gouvernement en matière d'emploi tout au long de la législature. Parmi les différentes mesures, la dirigeante de Sumar a

souligné l'engagement du gouvernement en faveur de la réduction de la durée de travail. L'accord entre le PSOE et Sumar inclut, à la demande de cette deuxième force politique, l'engagement de réduire la durée maximale hebdomadaire du travail de 40 à 38,5 heures en 2024, et à 37,5 heures en 2025.

✓ Notre opinion – La réduction du temps de travail prévue pour 2024 concernera environ 11 millions de salariés du secteur privé qui sont tenus à une semaine de travail de 40 heures, par le régime général du statut des travailleurs. En 2022, la durée hebdomadaire de travail effective en moyenne en Espagne était déjà de 37,7 heures, selon Eurostat, ce qui indique que cette mesure est déjà une réalité pour une grande partie du secteur industriel.

Toutefois, l'objectif principal de la mesure gouvernementale est d'unifier les heures de travail dans tous les secteurs, en réduisant leurs différences. Par conséquent, elle n'aura pas beaucoup d'impact sur les secteurs où le temps de travail est déjà réglementé en dessous de 37,5 heures par semaine, comme le commerce, l'hôtellerie et la restauration, les emplois administratifs et le secteur des loisirs. En revanche, d'autres secteurs où les semaines de travail sont plus longues, comme l'industrie électrique, le transport et la logistique, l'industrie manufacturière, la construction et l'industrie minière connaîtront des changements plus importants. En termes d'impact sur l'emploi et la productivité, la littérature révèle des résultats ambigus, mais elle pointe vers une réduction de l'emploi qui n'est généralement pas compensée par une hausse de la productivité. Il convient de noter que les résultats diffèrent selon les pays/cas étudiés. Jusqu'au présent, le gouvernement n'a pas publié des études d'impact officielles.

Avec la nouvelle réduction du temps de travail en 2024, les salariés qui travaillent à temps partiel, soit 13,5% du total selon les données de l'INE, sont confrontés à deux situations possibles. D'une part, si l'employé décide de conserver le même nombre d'heures de travail (c'est-à-dire 20 heures par semaine), son salaire augmentera, car il travaillera une heure de plus que la nouvelle demi-journée, qui sera de 19 heures. Cette option est tout à fait légale tant que les 37,5 heures hebdomadaires établies ne sont pas dépassées. D'autre part, l'employé peut choisir de réduire son temps de travail d'une heure pour s'adapter à la nouvelle demi-journée, tout en conservant son salaire actuel.

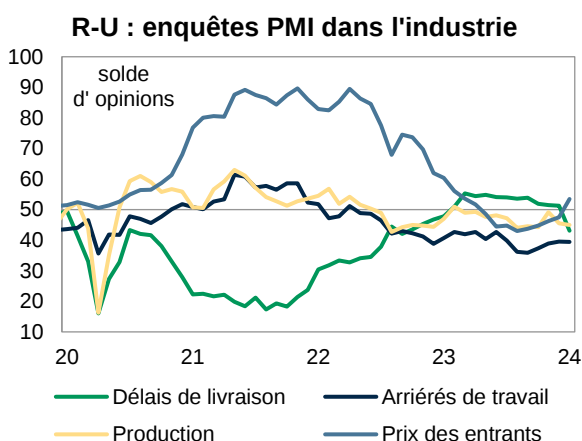
Royaume-Uni

Royaume-Uni : les entreprises plus optimistes en janvier, selon les PMI

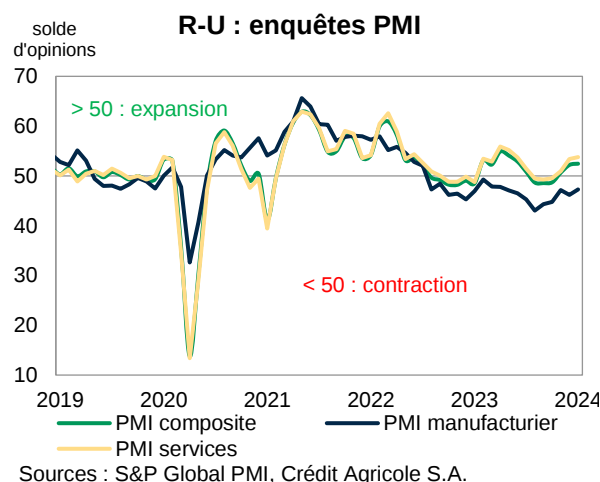
Les indices PMI préliminaires issus de l'enquête auprès des directeurs d'achat pour le mois de janvier signalent une accélération de l'activité pour le troisième mois consécutif. Ils ont surpris positivement par rapport aux anticipations du consensus. Le rythme de croissance de l'activité dans le secteur privé aurait été le plus élevé depuis juin dernier. La demande rebondit pour le deuxième mois consécutif. L'économie crée de nouveau des emplois après quatre mois de destructions nettes. Une autre bonne nouvelle est une décélération des prix au niveau de l'économie, alors même que les pressions sur les coûts dans l'industrie ont augmenté en raison des tensions en mer Rouge qui ont allongé les trajets des conteneurs et les temps d'attente. En effet, les délais de livraison ont augmenté pour la première fois depuis douze mois et leur rebond était le plus fort depuis septembre 2022 (l'indice a replongé en-dessous du seuil de 50 indiquant un allongement des délais de livraison).

Les PMI continuent de suggérer une divergence entre un secteur industriel dont l'indice demeure en territoire de contraction, en proie à une demande faible en biens, et un secteur des services en phase d'expansion. La baisse de l'activité manufacturière est la plus marquée depuis trois mois. *A contrario*, les services connaissent une reprise sur un rythme qui atteint un plus haut depuis le mois de mai. Les entreprises notent une amélioration de la confiance du consommateur, portée en partie par la réduction récente des taux d'intérêt immobiliers.

Malgré une hausse solide des coûts dans le secteur manufacturier en lien avec les taux de fret, les entreprises sont plus optimistes quant aux perspectives sur les douze prochains mois, à la fois dans les services et dans l'industrie. S&P Global Market souligne que le renforcement de la confiance est dû à des signaux positifs du côté des dépenses des consommateurs, à des projets d'investissement de long terme et à des espoirs d'amélioration du contexte global.



Sources : S&P global PMI, Crédit Agricole S.A.



✓ Notre opinion – Les PMI confirment la poursuite de l'amélioration du climat des affaires depuis la fin de l'année dernière. Ils indiquent une accélération de l'activité au premier trimestre de l'ordre de 0,2%, après une croissance qui devrait être nulle au quatrième trimestre, impliquant un très léger risque haussier sur notre prévision de 0,1% pour le premier trimestre. Le climat des affaires est, du moins pour le moment, résilient face aux perturbations qui réapparaissent dans les chaînes d'approvisionnement industrielles. L'amélioration des perspectives de demande en est le facteur de soutien principal.

Pour la BoE, il s'agit d'un développement pro-inflationniste qui va dans le sens d'une période prolongée de taux élevés. Son comité de politique monétaire va sans doute laisser le taux directeur inchangé à l'issue de sa réunion du 1^{er} février prochain et rester sur une tonalité relativement hawkish. Il sera sans doute toujours divisé, une partie des membres demeurant favorables à une hausse de taux supplémentaires. Les prévisions de croissance pour cette année et l'année prochaine pourraient être revues à la hausse légèrement. Certes, les prévisions d'inflation à court terme devraient être révisées à la baisse en raison des surprises favorables dans les données récentes du CPI, notamment l'inflation des services, ainsi que la croissance des salaires, mais la BoE pourrait les relever sur les deuxième et troisième années de son horizon de prévision, notamment en raison des anticipations de baisses de taux par les marchés jugées trop agressives. En outre, la BoE va sans doute garder un biais haussier sur ses prévisions d'inflation, étant donné les risques dans les chaînes d'approvisionnement et la résistance du marché du travail.

Pays émergents

Asie

Chine : annonces de soutien à l'économie après une nouvelle chute des indices boursiers

À Davos, le Premier ministre chinois, Li Qiang, s'était félicité devant son auditoire des 5,2% de croissance atteints par la Chine et ce « en évitant un *stimulus* majeur ». Force est de constater que cette annonce, plutôt que de rassurer les investisseurs, a eu l'effet inverse : les places boursières chinoises ont de nouveau décroché cette semaine. Devant ce mouvement de panique, les autorités chinoises ont annoncé de nouvelles mesures de soutien à l'économie.

Quel est le véritable niveau de la croissance ?

En cause, les inquiétudes sur la santé réelle de l'économie chinoise. Le groupe Rhodium³ estime ainsi que la croissance réelle n'a été que de 1,5% en 2023 et que le chiffre avancé par le bureau national des statistiques n'est pas cohérent avec le niveau d'activité et de dépenses dans le pays.

En décomposant les contributions à la croissance, les analystes de Rhodium montrent ainsi qu'il est peu probable que l'effondrement du secteur immobilier, qui aurait coûté 1,6 pp de PIB en 2023, ait été compensé par une accélération de l'investissement dans les autres secteurs. *Idem* pour la contribution de la consommation publique, qui ne correspond pas au niveau des recettes, en baisse depuis 2015, et au rythme de tirage des fonds locaux. Seules les contributions du commerce extérieur et de la consommation privée sont jugées crédibles – bien que légèrement surévaluées également – mais insuffisantes pour parvenir au chiffre de 5,2% de croissance annoncé par les autorités.

Et la préférence des consommateurs pour l'épargne, qui se traduit à la fois par une hausse de l'épargne excédentaire et par une baisse des montants des crédits, les ménages remboursant leurs dettes par

anticipation, va encore peser sur les perspectives de 2024.

Quel que soit le niveau réel de la croissance, deux messages peuvent être retenus. Le premier, c'est que l'opacité du système statistique chinois n'est pas nouvelle, mais qu'elle s'intensifie. De nombreuses séries qui permettaient de suivre plus précisément la production industrielle ne sont plus disponibles, les indices liés au marché du travail (qu'il s'agisse ou non des jeunes) sous-estiment le niveau réel du chômage en ne prenant pas en compte les travailleurs migrants, la pondération de l'indice d'inflation demeure secrète.

Ainsi que le souligne le groupe Rhodium, les institutions internationales, et notamment le FMI, n'ont pas encore émis d'alerte vis-à-vis de la crédibilité du système statistique chinois, et conservent un niveau de prévisions très proche de celui des autorités. Un changement de paradigme sur ce plan serait un signal extrêmement fort, sûrement perçu comme une attaque par le gouvernement chinois.

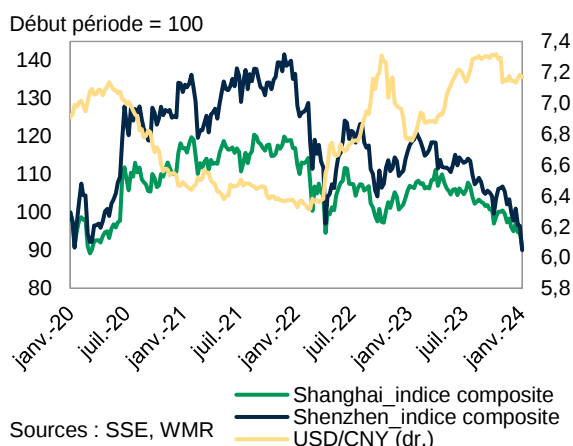
En attendant, une chose est sûre : l'économie chinoise ne va pas très bien et la confiance des investisseurs s'érode. La correction imposée sur les indices boursiers cette semaine est le signe que ces derniers ne croient pas au niveau de valorisation des entreprises et l'estiment moins élevé.

De nouvelles mesures de soutien à l'économie

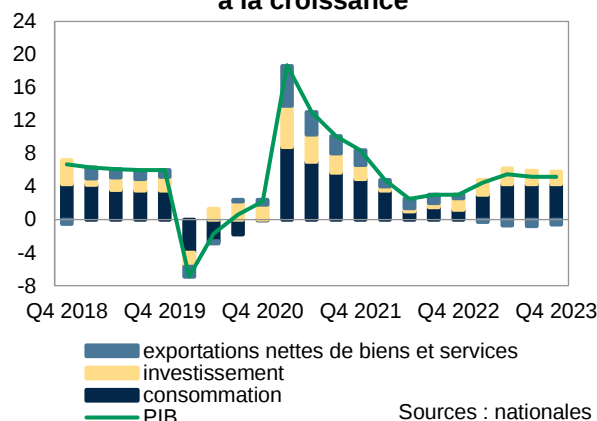
Après cette journée noire, les autorités ont ainsi décidé de réagir avec plus de vigueur.

Première annonce : une baisse du taux de réserves obligatoires des banques de 50 points de base (pb), portant à 150 pb la baisse cumulée depuis avril 2022, ainsi que du taux de *discount* de 25 pb. Ces

Chine : bourses et yuan



Chine : contributions à la croissance



³ [Through the Looking Glass: China's 2023 GDP and the Year Ahead | Rhodium Group \(rhg.com\)](https://rhodiumgroup.com/through-the-looking-glass-chinas-2023-gdp-and-the-year-ahead/)

mesures d'assouplissement monétaire visent à augmenter le niveau de liquidités des banques, et donc à les encourager à poursuivre leur production de crédits à destination des entreprises.

Deuxième décision, qui devrait être confirmée et précisée dans les prochains jours, celle d'un fonds d'urgence doté de 2 000 milliards de yuans (environ 255 milliards d'euros), afin de soutenir les actions chinoises. Les fonds pourraient provenir des réserves étrangères des entreprises d'État en majorité libellées en dollars, qui ont profité d'un effet change favorable ces derniers mois, le yuan s'étant déprécié face au billet vert. Un fonds similaire avait été mis en place en 2015 lors de l'éclatement d'une bulle spéculative, provoqué là encore par une crise de confiance des investisseurs qui suspectaient les autorités de gonfler les chiffres de la croissance, alors que les signaux d'un ralentissement se multipliaient. Ce fonds n'avait pas pu empêcher une très forte correction des valeurs.

De manière générale, ce genre de crises de confiance, que l'on peut aussi retrouver sur le

marché des changes, est difficile à endiguer. Dans le cas chinois, le risque est que les annonces paraissent une fois de plus trop timides par rapport à la santé réelle de l'économie chinoise, et surtout qu'elles ne ciblent pas les bons secteurs, à commencer par celui de la consommation privée domestique.



Sources : WMR, NBS

✓ Notre opinion – Avec ce nouveau revers boursier, la place de Shanghai cède un peu plus de terrain à sa concurrente japonaise – la bourse de Tokyo a repris le rang de première place asiatique – et continue d'entraîner celle de Hong Kong dans sa chute. Face à cet incendie, les autorités chinoises ont décidé de réagir en utilisant deux outils habituels dans leur politique économique : la baisse des taux, qui vise à libérer de nouvelles liquidités pour les banques, et un fonds d'urgence afin de stabiliser le marché boursier, déjà utilisé en 2015 sans grand succès.

Si ces mesures vont peut-être rassurer les investisseurs étrangers, dont l'opinion sur la Chine a sensiblement évolué ces deux dernières années tant en raison du ralentissement économique que de ses causes, à la fois structurelles (démographie, éclatement de la bulle immobilière, déséquilibre entre investissement et consommation) et (géo)-politiques (resserrement réglementaire, tensions sino-américaines pesant sur le commerce extérieur, politique zéro-Covid), elles ne s'attaquent toujours pas au problème profond de la confiance des consommateurs. Même si la chute des IDE et les sorties de capitaux étrangers sont un problème pour l'économie chinoise, leur poids n'a jamais dépassé les 5% du PIB, quand le secteur immobilier contribuait à près de 25% de la valeur ajoutée. Eteindre l'incendie de la semaine était nécessaire, mais ne dispensera pas les autorités de s'attaquer au foyer du feu principal.

Moyen-Orient et Afrique du Nord

Maroc : croissance déprimée chez les partenaires européens

Les prévisions de croissance du PIB chez les partenaires commerciaux européens du Maroc sont en assez forte contraction et cela devrait peser un peu sur l'activité du pays cette année.

Alors que la France ne devrait connaître une hausse de son PIB que de 0,9% en 2023 et de 1% en 2024, et l'Italie respectivement 0,7% et 0,6%, l'Espagne devrait bénéficier d'une année 2023 plutôt meilleure à 2,4%, mais qui décélérerait à 1,6% en 2024.

Pour le Maroc, le commerce international des biens avec ses partenaires du sud de l'Europe est très important, puisqu'ils absorbent à eux trois 43,3% des exportations du pays. Le premier marché est l'Espagne qui représente 19,6% du total des exportations, puis vient la France avec 19,1% et enfin l'Italie à 4,5%.

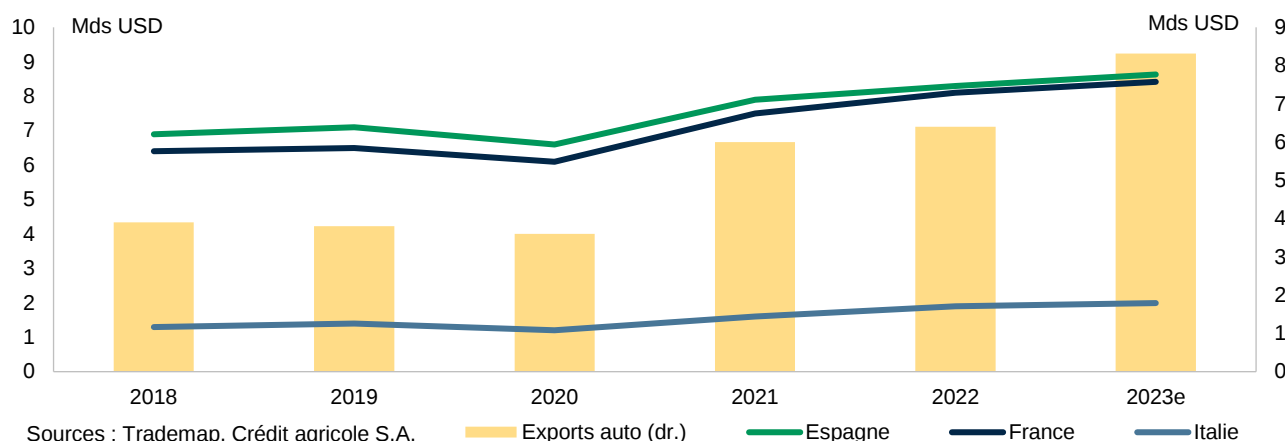
L'impact d'une performance économique un peu déprimée en Europe du Sud pourrait donc se transmettre sur les volumes d'exportation du pays. Le Maroc exporte principalement des automobiles, des produits électriques et électroniques et du

matériel aéronautique en France et en Espagne et plutôt des vêtements et des produits de grande consommation en Italie. Des exportations par ailleurs assez diversifiées.

La croissance des exportations vers ces principaux partenaires a été plutôt soutenue en 2021 (+22%) illustrant le rebond *post-Covid* et aussi en 2022 (+7,6%) compte tenu de l'industrialisation progressive du pays. En 2023, les exportations en valeur continuent de croître vers ces trois marchés, en raison notamment de la poursuite de la montée en charge de l'industrie automobile qui progresse de 30% sur les onze premiers mois de l'année. Cette industrie est assez résistante à la volatilité d'autres exports, car elle est effectuée en sous-traitance et après des délocalisations de constructeurs européens.

Il est donc probable que les exportations vers l'Europe décélèrent un peu en 2024, mais devraient rester en hausse compte tenu de ce facteur de résilience.

Maroc : exportations vers l'Europe (sud)



Afrique sub-saharienne

Afrique sub-saharienne : le FMI en soutien aux pays surendettés de la région

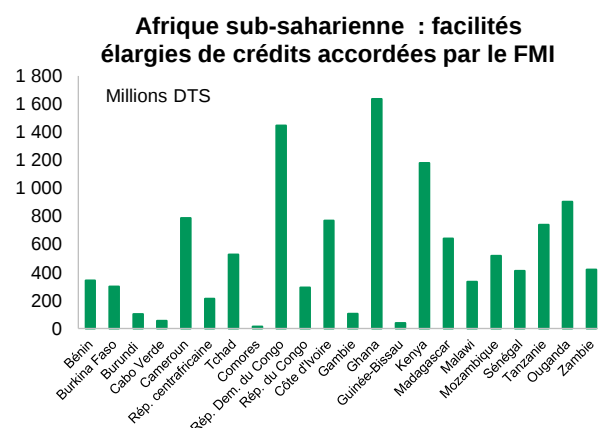
L'Afrique sub-saharienne traverse une crise de la dette telle qu'elle en a rarement connu dans son histoire.

Pour comprendre son origine, il faut remonter à la crise économique mondiale de 2009, période au cours de laquelle les marchés financiers internationaux se sont progressivement ouverts aux pays en développement et ont favorisé leur endettement. Malgré cela, une grande partie des économies d'Afrique sub-saharienne, dépendantes de l'exportation de matières premières, ont subi de plein fouet la baisse des cours mondiaux à partir de 2015. Leurs revenus se sont effondrés et cette situation s'est largement aggravée par la pandémie de Covid et les retombées de la guerre en Ukraine. Devant leurs difficultés de remboursement, plusieurs pays de la région ont alors contracté de nouveaux emprunts afin payer le service de la dette déjà existante, aboutissant à la crise de la dette que nous connaissons aujourd'hui.

Actuellement, plus d'une vingtaine de pays présenteraient un risque élevé de surendettement, selon la Banque mondiale. Le Ghana, la Zambie ou l'Éthiopie, plus récemment, ont fait défaut, tandis que de nombreux pays restent sous assistance du Fonds Monétaire International (FMI).

Cette semaine, le FMI a annoncé le versement de 600 millions de dollars au gouvernement ghanéen, après l'annonce d'un accord de restructuration de sa dette externe. Dans cette mesure, l'aide du FMI et la restructuration de sa dette devraient permettre au Ghana de ramener son ratio d'endettement de 85% du PIB en 2023 à 70% d'ici 2028.

De même, le FMI a indiqué, cette même semaine, avoir approuvé un prêt de 941 millions de dollars au gouvernement kenyan, afin de renforcer les finances publiques du pays.



Sources : FMI, Crédit Agricole S.A.

✓ Notre opinion – Cette année, le niveau d'endettement des pays d'Afrique sub-saharienne devrait légèrement diminuer, mettant fin à une hausse continue, observée depuis dix ans, de la dette publique de la région. En effet, les ajustements budgétaires et la réduction des enveloppes de subventions dans de nombreux pays d'Afrique sub-saharienne, comme on peut l'observer au Nigéria, au Cameroun ou encore en Angola, devraient diminuer le ratio d'endettement de la région de 58% du PIB à 55% en 2024.

L'accord entre l'Éthiopie et le Somaliland cristallise de nombreuses tensions au sein de la région

L'Éthiopie, deuxième pays le plus peuplé du continent, est en quête d'un accès à la mer Rouge qu'elle a progressivement perdu après l'indépendance de l'Érythrée en 1993.

Dans cette perspective, le pays a conclu, le mois dernier, un accord avec le Somaliland, région séparatiste, prévoyant un accès de l'Éthiopie aux côtes du Somaliland sur le golfe d'Aden. En échange, les autorités somalilandaises ont exigé de l'Éthiopie un acte de reconnaissance officiel du Somaliland, ce qu'aucun pays n'a fait depuis que ce territoire de 4,5 millions d'habitants a unilatéralement proclamé son indépendance de la Somalie en 1991.

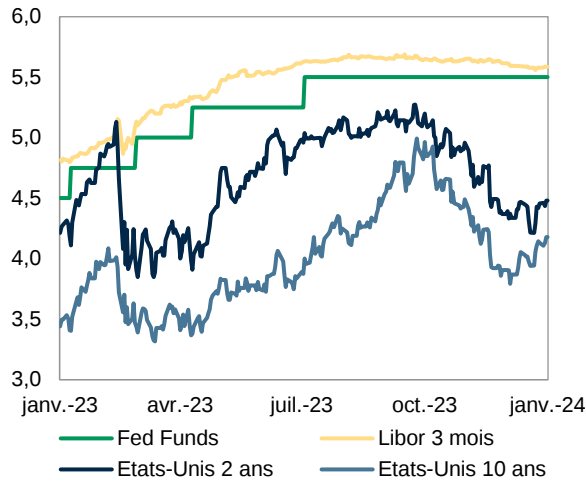
Depuis la conclusion de cet accord, les tensions sont palpables entre les voisins de la corne de l'Afrique. La Somalie, qui a exclu toute médiation avec l'Éthiopie sans retrait de l'accord, a promis de combattre par « tous les moyens légaux » ce texte, qui constitue, selon elle, une « agression » éthiopienne.

À l'issue d'une réunion qui s'est tenue cette semaine, le bloc régional est-africain IGAD a exhorté les deux pays à un dialogue constructif, tout en appelant au « respect de la souveraineté, de l'unité et de l'intégrité territoriale » de la Somalie : un discours partagé par de nombreux pays et organisations internationales tels que les États-Unis, la Chine, l'Union européenne ou l'Union africaine.

Tendances à suivre

Taux d'intérêt en dollar américain

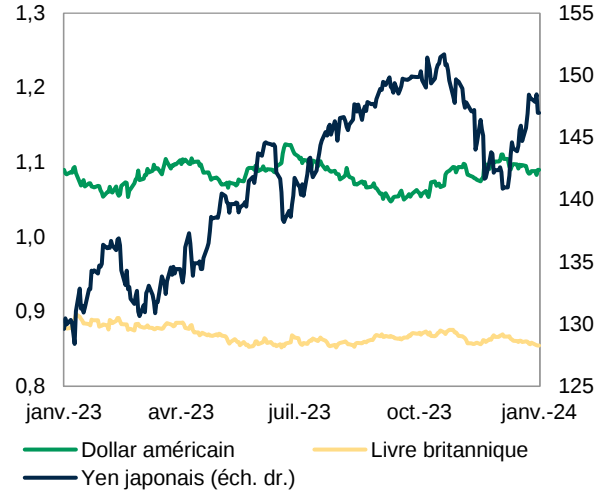
%, interbancaire (Londres) et souverains (États-Unis)



Source : Thomson Reuters

Taux de change des principales devises

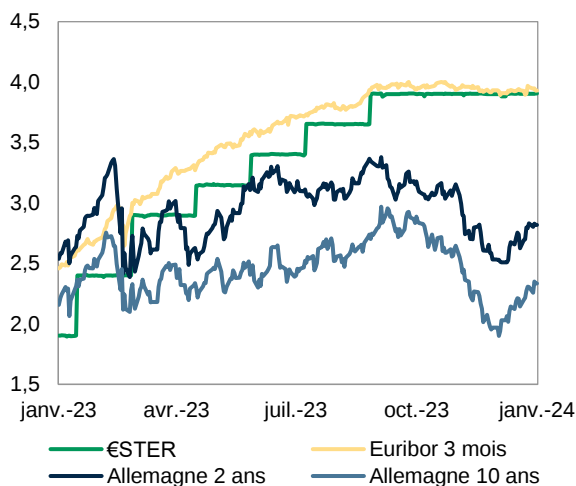
EUR/USD, EUR/GBP et USD/JPY



Source : Thomson Reuters

Taux d'intérêt en euro

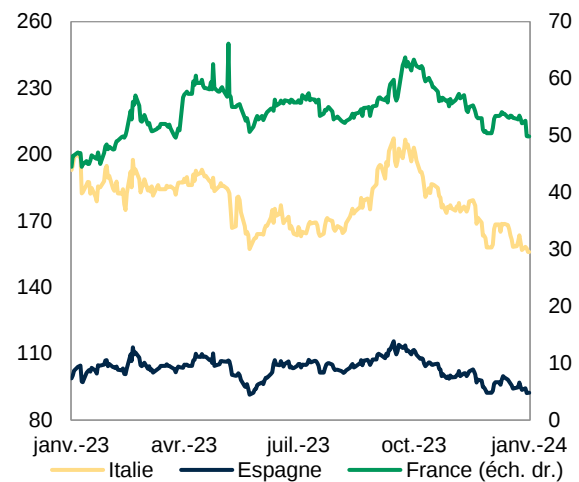
%, interbancaires (Londres) et souverains (Allemagne)



Source : Thomson Reuters

Spreads souverains européens avec le Bund

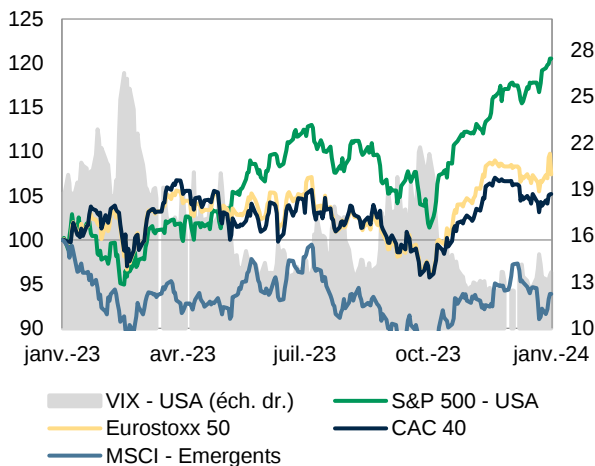
Pdb, dette en EUR à dix ans



Source : Thomson Reuters

Marché actions

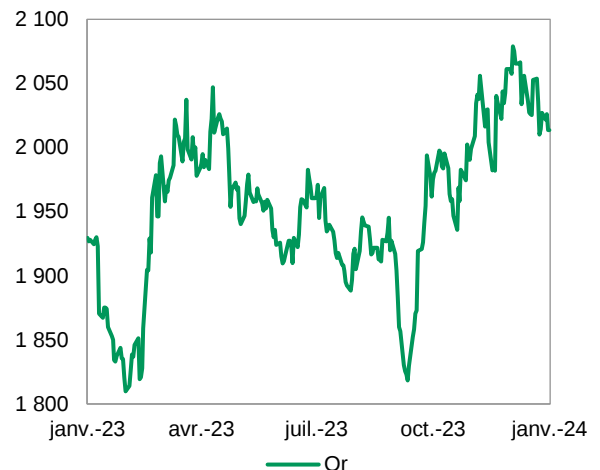
Indice boursiers (100 = début de période) et volatilité VIX



Source : Thomson Reuters

Cours de l'once d'or

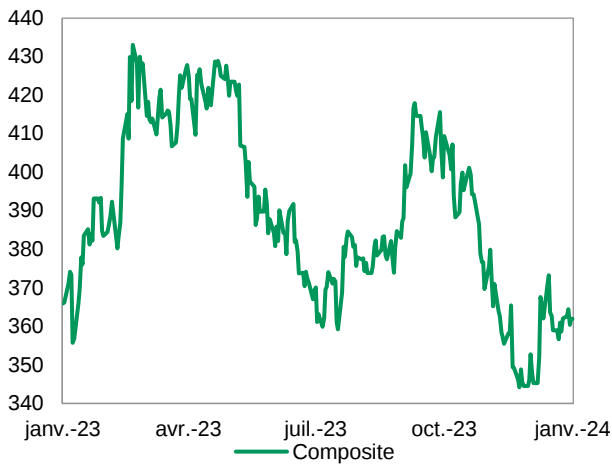
USD/Once troy (Londres)



Source : Thomson Reuters

Spreads souverains émergents avec le T-Bond

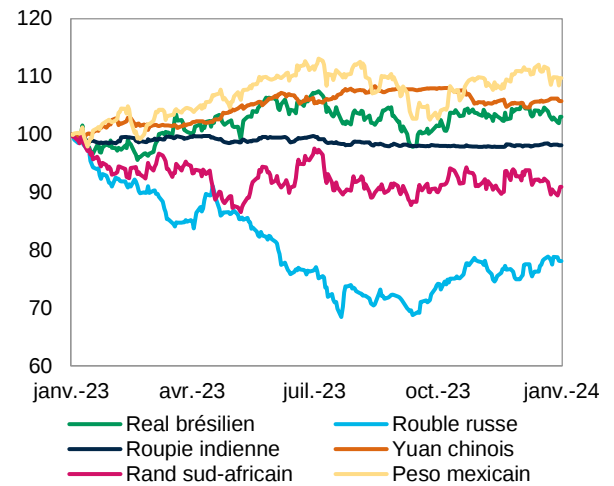
Indices EMBI+ (pdb, dette en USD de plus d'un an)



Source : JP Morgan

Devises émergentes

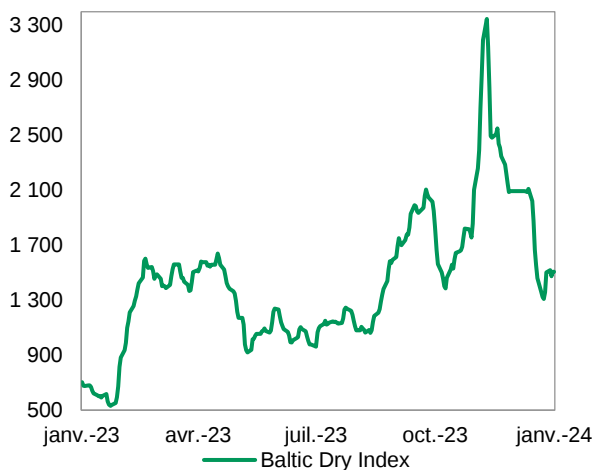
/USD (indice 100 = début de période)



Source : Thomson Reuters

Coût du transport maritime de vrac sec

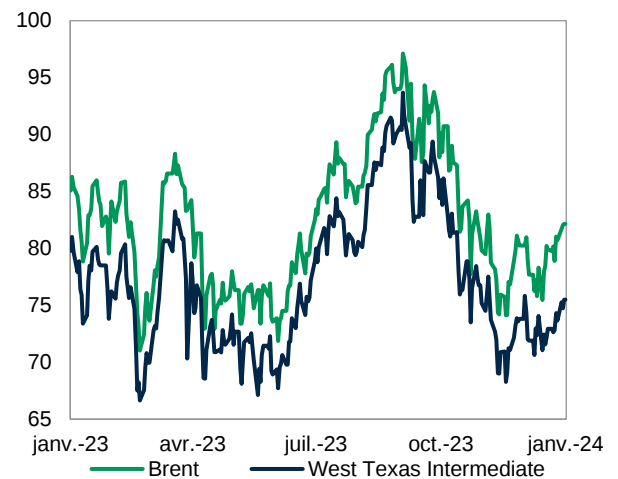
Baltic Dry Index (USD/point)



Source : Baltic Exchange

Cours du baril de pétrole brut en USD

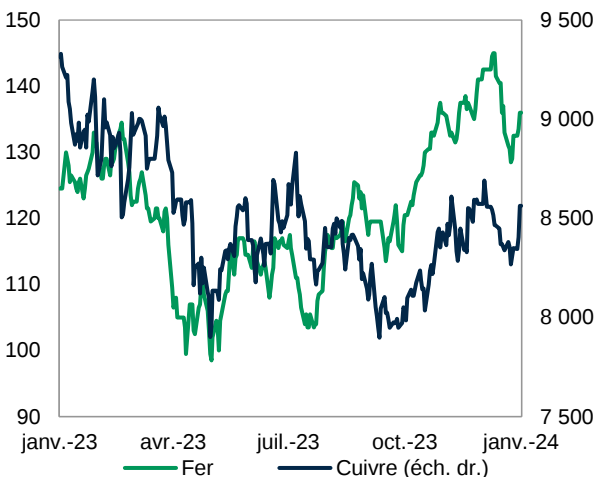
Brent (mer du Nord) et WTI (golfe du Mexique)



Source : Thomson Reuters

Cours des métaux

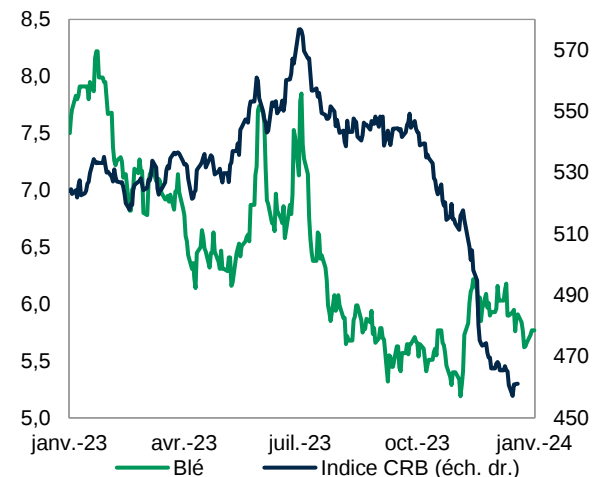
USD/tonne métrique



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 2024-2025 – Décembre 2023

Fluctuat nec mergitur

Date	Titre	Thème
24/01/2024	<u>Chine – Le dragon de bois viendra-t-il à bout de la déflation ?</u>	Asie
23/01/2024	<u>Espagne – Scénario 2024-2025 : une activité encore soutenue</u>	Zone euro
23/01/2024	<u>France – Une inflation toujours élevée en 2023, des chiffres annuels à relativiser</u>	France
19/01/2024	<u>Monde – L'actualité de la semaine</u>	Monde
19/01/2024	<u>Zone euro – Scénario 2024-2025 : atterrissage doux sur une croissance molle</u>	Zone euro
18/01/2024	<u>Le Critical Raw Materials Act : quand l'Europe des métaux forge son désir d'indépendance</u>	Mines & métaux
17/01/2024	<u>Italie – Scénario 2024-2025 : normalisation et turbulences</u>	Italie
17/01/2024	<u>Pologne – Une cohabitation très laborieuse</u>	PECO
16/01/2024	<u>France – Scénario 2024-2025 : l'économie redémarre grâce à la dissipation des chocs</u>	France
16/01/2024	<u>Royaume-Uni – Scénario 2024-2025 : une reprise fragile plus tard cette année</u>	Royaume-Uni
15/01/2024	<u>France – Nette hausse des défaillances d'entreprises en 2023, faut-il s'inquiéter ?</u>	France

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 : Alberto ALEDO, Ticiano BRUNELLO, Marianne PICARD

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

Asie : Sophie WIEVIORKA

Amérique latine : Catherine LEBOUGRE (coordination scénario)

Afrique du Nord, Moyen-Orient : Olivier LE CABELLE

Afrique sub-saharienne : Thomas MORAND

Documentation : Elisabeth SERREAU

Statistiques : DATALAB ECO

Réalisation et Secrétariat de rédaction : Fabienne PESTY

Contact : publication.eco@credit-agricole-sa.fr

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

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

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

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