

Février 2023

GPS #17

La lettre de conjoncture
de Groupama Assurance-crédit & Caution

2023, une résilience à confirmer

Après avoir subi trois chocs majeurs (pandémie de Covid, guerre en Ukraine et crise énergétique) qui auraient largement pu la mettre à bas, l'économie mondiale se montre encore résistante en ce début d'année. Les projections de croissance tablent ainsi sur une augmentation du PIB réel mondial de +2,9 % en 2023, avec une inflation moyenne qui redescend à 6,6 %, après avoir connu un pic à 8,8 % en 2022.

Dans les faits, les incertitudes macroéconomiques se réduisent au sein des grandes zones économiques. Les politiques monétaires de la Fed et de la BCE sont désormais relativement claires et la Chine s'est portée garante de son secteur immobilier dont la crise menaçait jusque-là de contagion le reste du monde.

Attention cependant, aucune de ces zones n'aura le dynamisme suffisant pour jouer le rôle de locomotive en 2023. De plus, de nouveaux enjeux apparaissent, notamment liés à la réduction des liquidités. L'optimisme doit donc rester mesuré, l'économie mondiale se trouvant dans un entredeux pouvant déboucher du mauvais côté.

Et l'Europe est certainement une zone particulièrement fragile en raison de sa dépendance énergétique et de sa proximité avec le conflit russo-ukrainien.

groupama-ac.fr

CONJONCTURE

- . Zone euro : pas de récession mais attention à ne pas crier victoire trop vite... p. 2
- . États-Unis : un rebond solide mais non dénué de failles p. 3

PAGE SPÉCIALE : CHINE

- . Chine : les autorités dévoilent un plan de sauvetage pour l'immobilier p. 4

FRANCE : DYNAMIQUES SECTORIELLES

- . France : des situations assez différentes selon les secteurs p. 5

COURS MONDIAUX DES MATIÈRES PREMIÈRES

- . Matières premières non renouvelables : vers la normalisation ? p. 6
- . Matières premières agricoles : une correction des marchés encore toute relative p. 7

CONJONCTURE

ZONE EURO : PAS DE RÉCESSION MAIS ATTENTION À NE PAS CRIER VICTOIRE TROP VITE...

Inflation, crise énergétique, certains risques s'amenuisent sans toutefois disparaître. Et dans ce contexte nuancé, la BCE réduit peu à peu les liquidités...

Pour 2023, les projections tablent sur une croissance du PIB réel de +0,7 % et une inflation annuelle de 5,7 %.

Moins de nuages pour le secteur privé

Les indicateurs avancés (PMI des services à 50,8 et à 50,3 pour l'indice composite) n'anticipent plus vraiment la récession pour les mois à venir. La raison en est double : premièrement, l'inflation commence à refluer en décembre, à +9,2 % sur un an pour les prix à la consommation et à +24,6 % pour les prix à la production. Deuxièmement, les prix de l'énergie baissent depuis l'automne.

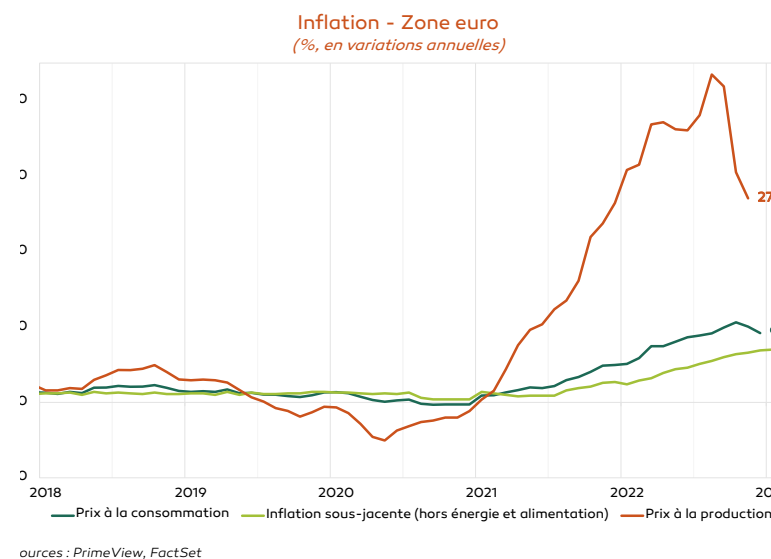
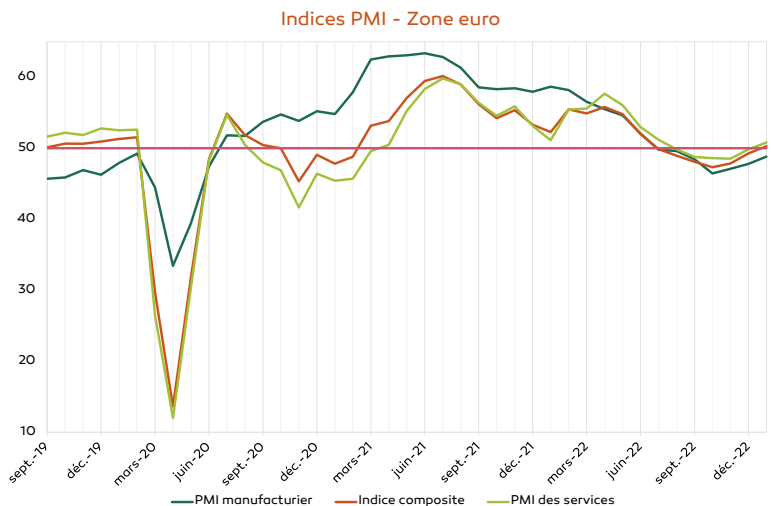
Une politique monétaire encore inachevée

En ce qui concerne la politique monétaire de la BCE (dont les taux directeurs actuels sont compris entre 2,5 et 3,25 %), un hic demeure : l'inflation sous-jacente (hors énergie et alimentation), à +7 % sur un an en janvier, ne s'est pas encore infléchie.

La politique de resserrement menée par la BCE depuis juillet 2022 va donc se poursuivre, a priori jusqu'à l'été. Comme les hausses de taux impactent négativement la croissance à horizon de 12 à 18 mois, le ralentissement pourrait s'accroître dès le milieu de l'année.

Pas de disparition rapide de la crise énergétique

Lorsque la vague de Covid sera passée en Chine, sa demande va probablement de nouveau tirer les prix de l'énergie vers le haut. De plus, en zone euro, les marchés continuent d'exiger des primes de risque extrêmement élevées sur les contrats à terme de l'électricité (à 1 an, le MWh se négocie 280 euros pour la France) en raison des incertitudes sur la production. ■



ÉTATS-UNIS : UN REBOND SOLIDE MAIS NON DÉNUÉ DE FAILLES

L'économie américaine fait de la résistance malgré le retournement de politique monétaire opéré il y a 9 mois par la Fed. Mais des faiblesses persistent...

La croissance américaine, entrevue à +1,4 % pour 2023, s'annonce bien meilleure que prévue, avec une inflation annuelle redescendue à 3,4 %. Mais attention, le resserrement monétaire entamé par la Fed en mars 2022 aura des effets (négatifs) sur la croissance à partir du 2ème trimestre de cette année... gare aux déceptions dans les mois à venir !

Nette amélioration des fondamentaux

L'inflation (+ 6,4 % sur un an en décembre) et le chômage semblent s'améliorer de concert outre-Atlantique. Début 2023, le chômage tombe à 3,4 %. Mais de larges plans de licenciements sont déjà annoncés, notamment dans la Tech (Amazon, Microsoft, etc.) Le marché de l'emploi, traditionnellement un indicateur retardé de l'économie réelle, ne fait donc que débiter son rééquilibrage.

Le secteur immobilier en grande difficulté

Avec des taux hypothécaires élevés (6 % à horizon de 30 ans contre 2,5 % il y a un an), la solvabilité des acheteurs potentiels s'est effondrée ! Les ventes traduisent bien cette dégradation brutale : seulement 4 millions en 2022, soit un niveau

similaire au pire moment de la Covid et en retrait de -40 % par rapport à son point haut de fin 2021.

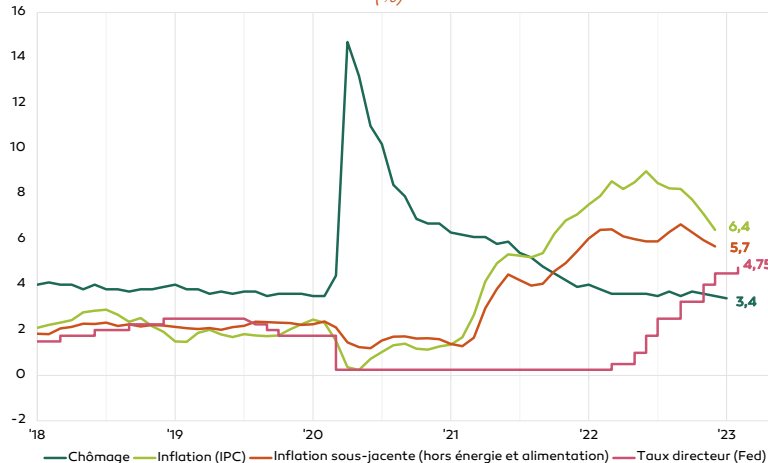
Une épargne insuffisante

Les ménages américains n'épargnent plus qu'une infime partie de leur revenu (2,3 % contre environ 7 % avant-Covid) et l'épargne de la nation est inférieure à 18 % du PIB.

Or la nécessité de se financer à l'international pourrait devenir plus problématique :

- Le dollar est moins attrayant pour les investisseurs à mesure que les Banques Centrales (autres que la Fed) augmentent leurs taux ;
- Le reste du monde s'oriente aussi vers une insuffisance d'épargne (vieillesse démographique, transition énergétique, etc.) ■

Taux de chômage, Inflation & Politique monétaire - États-Unis (%)



Sources : PrimeView, FactSet

	France	Allemagne	Royaume-Uni	Italie	Espagne	Zone Euro	
Croissance du PIB (% variations annuelles)	0,5	1,1	1,9 *	1,7	2,7	1,9	T4 2022 * T3 2022
Consommation des ménages (% variations annuelles)	-0,9	1,9 *	0,9 *	3,6 *	2,6	1,8 *	T4 2022 * T3 2022
Investissement global (% variations annuelles)	3,7	1,1 *	3,7 *	9,2 *	2,0	7,3 *	T4 2022 * T3 2022
Inflation totale (% variations annuelles)	7	9,6 *	10,5	10,9	5,8	8,5	janv.-23 * déc.-22
Inflation sous-jacente (% variations annuelles)	4,2	5,4 *	7,2 *	5,4	4,1 *	5,2	janv.-23 * déc.-22
Taux à 10 ans (variation depuis un trimestre)	2,74 % (-34 pb)	2,27 % (-26 pb)	3,24 % (-42 pb)	4,15 % (-49 pb)	3,21 % (-40 pb)	2,27 % (-26 pb)	6-févr.-23
Taux de chômage (%)	7,1	2,8	3,7 *	8,0	12,9	6,6 *	T4 2022 * T3 2022
Dettes publiques (% du PIB)	113,4	66,6	113,7	147,3	115,6	93,0	T3 2022
Dettes privées des entreprises non-financières (% du PIB)	81,6	50,9	51,8	66,8	63,8	60,9	T2 2022
Stock de crédits aux entreprises non financières (en milliards d'unités monétaires nationales)	4 239,5	2 699,4	1 594,0	1 291,3	1 250,8	13 914,2	T2 2022

Sources : PrimeView, FactSet, EuroStat, Banque mondiale, BIS, Banque de France

CHINE : LES AUTORITÉS DÉVOIENT UN PLAN DE SAUVETAGE POUR L'IMMOBILIER

Le gouvernement chinois est résolu à sauver le secteur immobilier de la crise. Le risque de contagion à l'économie mondiale s'amenuise en conséquence.

Revenues à la baisse, les prévisions de croissance du PIB réel chinois n'escomptent désormais plus qu'une augmentation de +5,2 % pour 2023. L'Empire du Milieu avait l'habitude de faire mieux... Mais en sauvant le secteur immobilier (qui représenterait environ 25 % du PIB), le pire vient certainement d'être évité.

Coûte que coûte, sortir le secteur immobilier du marasme

L'investissement dans le secteur immobilier est tombé à 13,3 mille milliards de Yuans en 2022, soit -10 % sur un an, et les prix se sont contractés de -2,3 % dans le neuf et de -3,8 % dans l'ancien. Mais le secteur immobilier, premier canal d'investissement des ménages chinois, est trop important pour tomber.

Depuis août 2020 et les « trois lignes rouges » destinées à limiter le recours à l'effet de levier dans l'investissement immobilier, les autorités chinoises étaient plutôt répressives vis-à-vis du crédit.

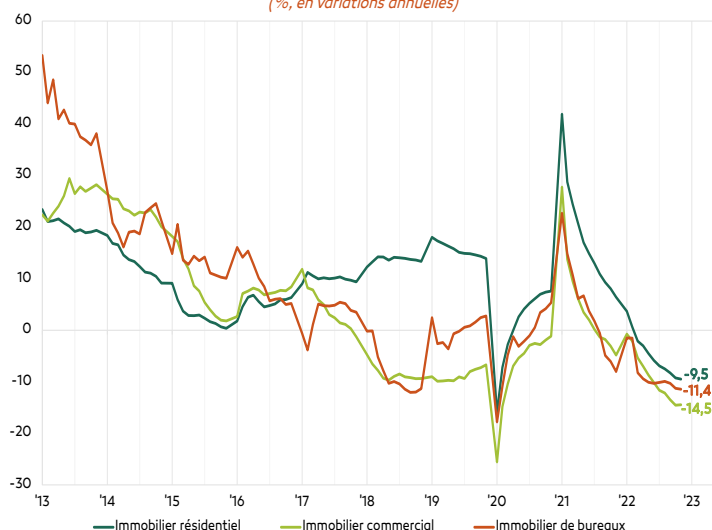
Mais pour débloquer les liquidités (a priori 3 mille milliards de Yuans), elles ont changé de méthode fin 2022 :

- En accordant des reports d'échéance aux promoteurs endettés ;
- En assouplissant la politique monétaire ;
- En garantissant l'achèvement des travaux pour les logements à destination des particuliers.

Les points de vigilance pour 2023

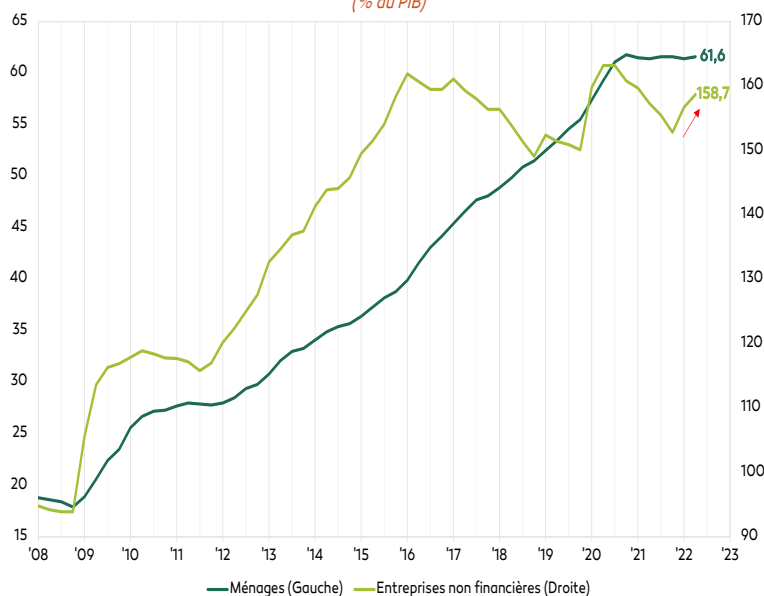
Cette année, il faudra malgré tout continuer de surveiller le risque de crédit car l'endettement des entreprises (à près de 160 % du PIB) repart à la hausse à chaque choc subi par l'économie chinoise. Deux autres motifs d'inquiétude ressortent enfin : la surcapacité industrielle, susceptible d'étouffer le rebond mondial, et l'essoufflement des exportations (contraction de -9 % en 2022), alors qu'il s'agit de la pierre angulaire du modèle mercantiliste chinois. ■

Investissement immobilier par sous-classes d'actifs - Chine
(%, en variations annuelles)



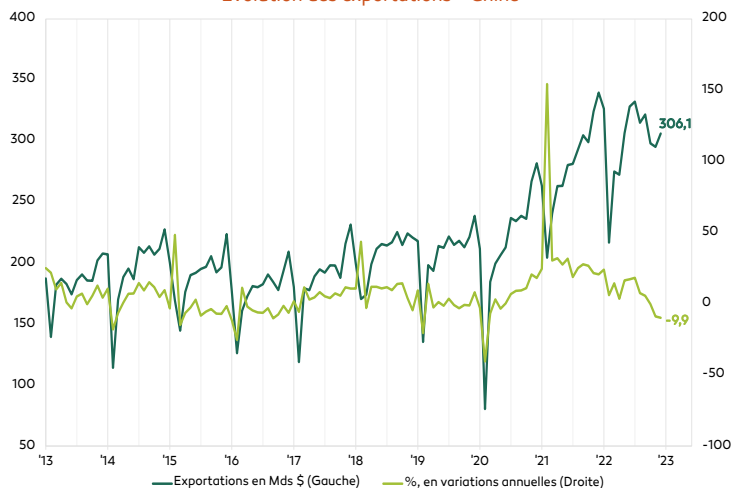
Sources : PrimeView, FactSet

Endettement du secteur privé - Chine
(% du PIB)



Sources : PrimeView, FactSet

Évolution des exportations - Chine



Sources : PrimeView, FactSet

FRANCE : DYNAMIQUES SECTORIELLES

FRANCE : DES SITUATIONS ASSEZ DIFFÉRENTES SELON LES SECTEURS

Alors que le taux de marge des entreprises s'érode sous l'impact de l'inflation, le nombre de défaillances d'entreprises a fortement augmenté en 2022 et devrait poursuivre cette tendance en 2023.

Un taux de marge en régression

Alors que la période du confinement avait permis à beaucoup d'entreprises de reconstituer leurs marges, on constate aujourd'hui une érosion des marges. Ainsi le taux de marge (EBE/VA), qui est un indicateur de la rentabilité de l'activité économique, s'est établi au 3ème trimestre 2022 à 38,5 % soit environ la moyenne observée sur l'année 2018. Dans le contexte actuel, marqué par l'inflation et la hausse des prix des intrants, les secteurs qui s'en sortent le mieux sont ceux de l'énergie et des services de transport car ils ont plus que compensé leurs coûts par des hausses de prix. Mais la situation est dans les faits très hétérogène entre les entreprises et dépend du "pricing power" de chaque société vis-à-vis de ses clients.

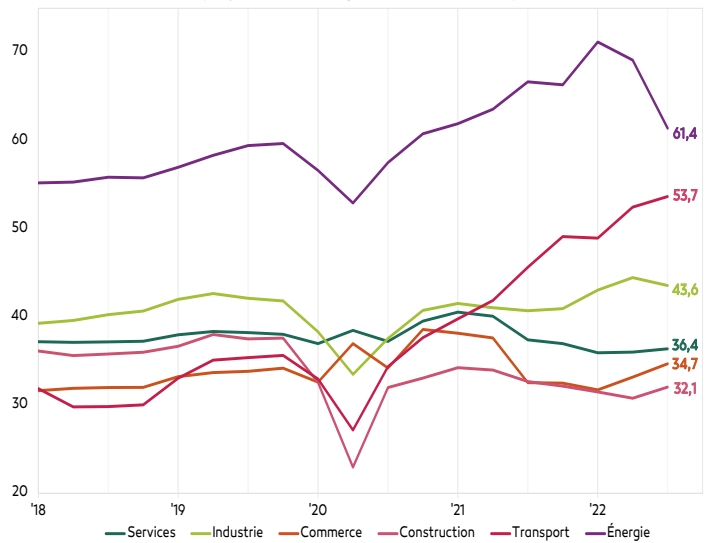
Une accélération de l'augmentation des défaillances

En cumul annuel le nombre de défaillances d'entreprises reste inférieur de 20% à 2019 mais la progression est importante par rapport à 2021 (+49.9%). Certains secteurs ont été particulièrement touchés en 2022 : + 76.2% par rapport à 2021 pour le commerce de détail, +130% pour la boulangerie-pâtisserie. La disparition progressive des mesures publiques de soutien aux trésoreries adoptées durant la pandémie et l'inflation des matières premières et des coûts de l'énergie vont accélérer le mouvement en 2023 même si Bercy affiche toujours la volonté très affirmée d'éviter la survenue d'un « mur des faillites ». Le ralentissement est toutefois encore devant nous.

Hausse des créations d'entreprises : que penser de ce contrepied ?

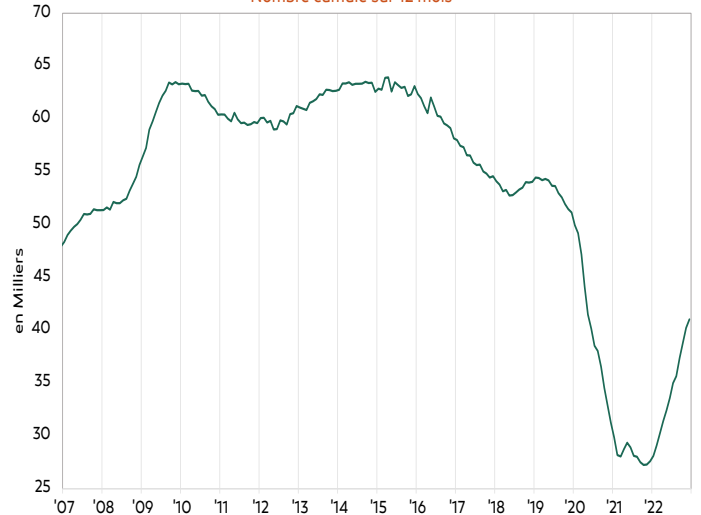
Cet indicateur est souvent mis en avant par le Gouvernement pour illustrer le dynamisme de l'économie française, mais il est difficile à interpréter. Avec 1,07 million d'entreprises créées, un record a certes été battu en 2022 (+1,7 % par rapport à 2021). Mais ce chiffre est à relativiser pour deux raisons : d'une part, il s'agit surtout d'autoentrepreneuriat (dans 73 % des cas). D'autre part, cette dynamique est portée par le secteur des « services aux entreprises », classe très hétérogène et pas toujours à forte valeur ajoutée. Enfin, il faut garder à l'esprit que les créations d'entreprises reflètent médiocrement l'état de la rentabilité de l'activité économique. ■

Taux de marge par branche - France
(%, part de la valeur ajoutée en euros courants)



Sources : PrimeView, FactSet, INSEE

Défaillances d'entreprises
Nombre cumulé sur 12 mois



Sources : PrimeView, Banque de France

Créations d'entreprises

Variations en glissement	Mensuel		Annuel	
	Décembre	Novembre	Décembre	Novembre
Création d'entreprises - tous les secteurs et toutes tailles	-3,4%	2,2%	5,1%	13,0%
Industrie	-5,2%	8,5%	15,3%	32,8%
Industrie manufacturière	-16,3%	5,3%	-6,5%	25,2%
Construction	-3,0%	2,3%	7,3%	13,1%
Commerce	-1,3%	1,3%	0,9%	3,0%
Services	0,3%	4,2%	5,7%	6,2%

Sources : PrimeView, INSEE

COURS MONDIAUX DES MATIÈRES PREMIÈRES

MATIÈRES PREMIÈRES NON RENOUVELABLES : VERS LA NORMALISATION ?

Les matières premières industrielles et les métaux rebondissent désormais sur des prix planchers bien plus élevés qu'avant-Covid.

L'évolution disparate des cours des matières premières non renouvelables masque en réalité l'impossibilité d'une normalisation au sens du retour à une situation pré-pandémique.

Énergie : le rôle majeur du géant asiatique

Le pétrole reste relativement stable, autour de 80 dollars le baril, surtout en raison de la demande toujours hésitante de la Chine (premier importateur mondial) qui rouvre son économie. De la même manière, l'importante contraction (-45 % sur les trois derniers mois) des cours internationaux du gaz naturel s'explique surtout par des stocks chinois actuellement pleins.

Le message porté par l'évolution des matières premières industrielles

L'augmentation des cours des matières premières industrielles (+2 % sur les trois derniers mois), et à plus forte raison encore, celle des métaux (+16 % sur la même période) montrent que la vigueur de la reprise chinoise ne devrait pas rester une inconnue très longtemps encore...

Attention donc, la reprise d'appétit de la Chine devrait maintenir les coûts des consommations intermédiaires à des niveaux très élevés. D'une part, les marges des producteurs vont donc certainement rester contraintes. D'autre part, le ralentissement de l'inflation pourrait aussi être moins rapide que prévu.

Quid de la chute spectaculaire des coûts du transport ?

Le Baltic Dry Index (indice du fret du vrac sec) recule de -57,8 % depuis le début de l'année 2023, symptôme du ralentissement de l'activité économique mondiale et, en particulier, des exportations chinoises. Le signal donné quant à l'évolution du commerce international à court terme n'est certes pas bon. Mais, ici encore, la tendance pourrait rapidement s'infléchir avec le redémarrage de la Chine. ■

Évolution du prix des matières premières
Base 100 en 2014



Sources : PrimeView, FactSet

Baltic Dry Index



Sources : PrimeView, FactSet

Indices CRB	Prix	Variation		
	Au 12/02/2023	3 mois	6 mois	1 an
Total	554,0	-1,0%	-4,4%	-6,4%
Matières premières industrielles	573,6	2,0%	-4,7%	-11,4%
Métaux	1 097,2	16,2%	4,2%	-13,8%
Matières premières alimentaires	526,4	-5,1%	-4,1%	1,2%
Bétail	622,6	-9,3%	-13,9%	-3,0%
Huiles et graisses	716,9	-14,1%	-12,6%	-2,8%
Textiles	321,9	-2,3%	-8,1%	-12,8%

Sources : PrimeView, Factset

COURS MONDIAUX DES MATIÈRES PREMIÈRES

MATIÈRES PREMIÈRES AGRICOLES : UNE CORRECTION DES MARCHÉS ENCORE TOUTE RELATIVE

L'indice des prix des denrées alimentaires (FAO) baisse pour le 10ème mois consécutif mais reste préoccupant pour la sécurité alimentaire mondiale.

La décline entamée à partir du 2ème trimestre 2022 par les prix des produits agricoles et alimentaires est encourageante. Mais à l'heure actuelle, leur niveau demeure toujours plus élevé que lors des crises alimentaires de 2007-2008 et de 2011. Avec des zones affectées sur presque tous les continents (à l'exception de l'Europe et de l'Océanie dans une large mesure), la crise alimentaire causée par la Covid et la guerre en Ukraine restera dans l'histoire.

Céréales : Des disponibilités importantes au niveau mondial ont légèrement fait baisser les prix des céréales sur les trois derniers mois. Mais leur niveau, toujours très élevé, continue d'être soutenu par l'incertitude entourant la guerre en Ukraine.

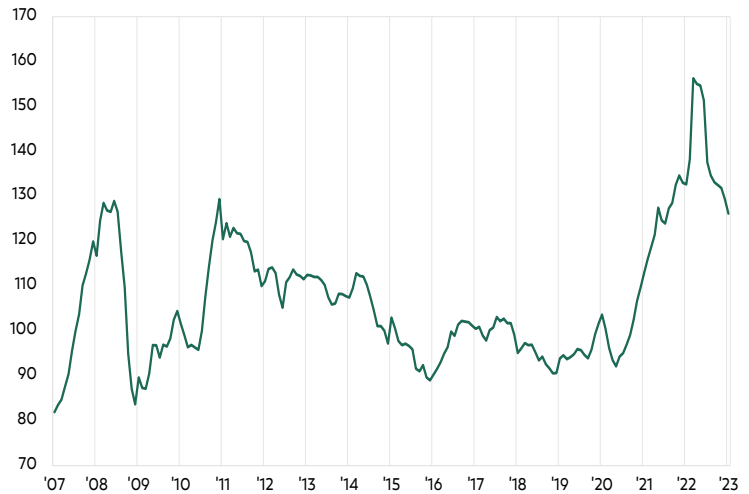
Huiles végétales : Face à l'atonie de la demande internationale (ainsi qu'à des stocks regarnis du côté des pays importateurs), les prix des huiles alimentaires continuent leur repli. Ils sont désormais 25 % inférieurs à ceux d'il y a un an.

Produits laitiers : Une faible demande conjuguée à un accroissement de l'offre, notamment en provenance d'Océanie, appuie la tendance baissière. En conséquence, les prix atteignent leur plus bas niveau depuis 12 mois.

Produits carnés : Des volumes d'abattage en hausse ont entraîné la baisse des prix des viandes de volaille, bovine et porcine. Seul le sous-indice de la viande ovine continue sa progression à la suite d'une hausse de la demande à l'importation.

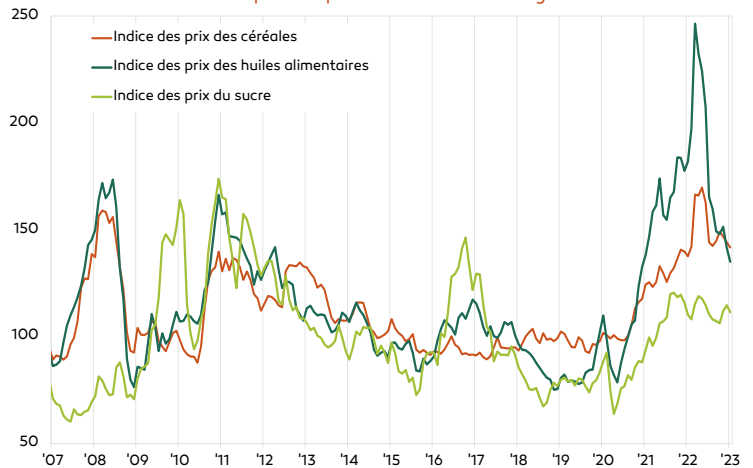
Sucre : Le retournement à la baisse observé en ce début d'année pour les prix du sucre est principalement dû à de bonnes perspectives de récoltes (Brésil, Thaïlande). Néanmoins, des incertitudes quant aux rendements à venir en Inde bloquent largement cette baisse. ■

Prix des produits alimentaires
(Base 100 en 2014-2016)



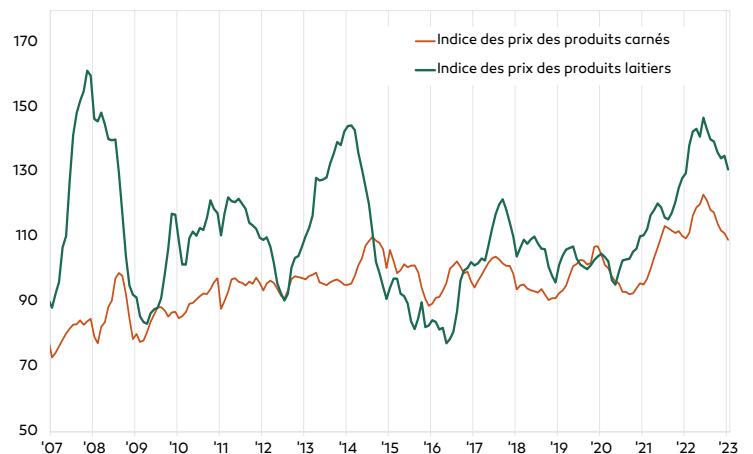
Sources : PrimeView, FAO

Indices des prix des produits alimentaires végétaux



Sources : PrimeView, FAO

Indices des prix des produits alimentaires



Sources : PrimeView, FAO



■ GPS #17

Rédaction achevée le 17 février 2023

©Groupama Assurance-crédit & Caution

Crédit photos : shutterstock_572010079© vvvita.jpg

■ Contact

Stéphanie PIGNI, + 33 (0)6 81 75 24 36, spigni@groupama-ac.fr

Groupama Assurance-crédit & Caution - 3 place Marcel Paul - 92000 Nanterre

■ Abonnement

Envoyez un mail à gps@groupama-ac.fr en indiquant vos nom, prénom, fonction, votre entreprise et son SIREN ainsi qu'une adresse mail.

■ Avertissement

Ce document est conçu exclusivement à des fins d'information.

Groupama Assurance-crédit & Caution décline toute responsabilité en cas d'altération, déformation ou falsification dont ce document pourrait faire l'objet.

Les informations contenues dans cette publication sont basées sur des sources que nous considérons fiables. Ce document a été établi sur la base d'informations, projections, estimations, anticipations qui comportent une part de jugement subjectif. Les analyses sont l'expression d'une opinion indépendante, et ne sauraient constituer un quelconque engagement ou garantie de Groupama Assurance-crédit & Caution. La reprise d'un quelconque élément de ce document est autorisée sous réserve d'indiquer clairement la source.

À PROPOS DE GROUPAMA ASSURANCE-CRÉDIT & CAUTION

Deux branches :

- assurance-crédit contre les impayés (risque commercial et politique, risques spéciaux)
- cautions et garanties financières en faveur d'entreprises et de professionnels

■ Assurance-crédit

24 milliards d'euros de transactions sécurisées sur le marché domestique et à l'exportation

20 milliards d'euros d'engagements, 50 % en France et 50 % à l'international

Une présence forte dans toutes les grandes filières agroalimentaires

Une distribution multicanal au travers des Caisses régionales de Groupama, des agents du Gan et de courtiers spécialisés

■ Caution

Cautions légales : environnement, tourisme, immobilier, travail temporaire, auto-écoles, courtiers d'assurance...

Cautions contractuelles : vins primeurs, FranceAgriMer

Cautions constructions : VIR, CCMI, CPI, cautions de marchés



À propos du groupe Groupama

Fort de ses deux marques - Groupama & Gan, le groupe Groupama, l'un des premiers groupes d'assurance mutualistes en France, développe ses activités d'assurance, de banque et de services dans dix pays. Le groupe compte 11,5 millions de sociétaires et clients et 31 000 collaborateurs à travers le monde, avec un chiffre d'affaires de 14,4 milliards d'euros. Retrouvez toute l'actualité du groupe Groupama sur son site Internet (www.groupama.com) et sur son compte Twitter (@GroupeGroupama).