

Perspectives

Hebdomadaire – N°22/132 – 15 avril 2022

MONDE – L'actualité de la semaine

☞ <i>Pas grand-chose mais deux grandes choses</i>	2
☞ <i>BCE : la sagesse c'est adapter ses convictions à l'évidence</i>	3
☞ <i>Portugal : le nouveau budget du gouvernement</i>	4
☞ <i>Italie : rebond de la production industrielle</i>	5
☞ <i>Royaume-Uni : l'inflation, toujours plus étendue, toujours plus forte</i>	6
☞ <i>Mexique : « Que personne n'oublie que c'est le peuple qui commande »</i>	7
☞ <i>Pays du Golfe : les bourses dopées par les prix élevés du pétrole, malgré les incertitudes</i>	8
☞ <i>Émirats arabes unis : des succès boursiers qui n'étonnent pas</i>	8
☞ <i>Afrique sub-saharienne : une croissance attendue à 3,6% pour 2022, dans un environnement sous tension</i>	9

Pas grand-chose mais deux grandes choses

Deux « confirmations » clés étaient attendues cette semaine : l'inflation américaine et la réunion de la BCE. Attendues sans grande fébrilité, puisque les surprises n'avaient pas vraiment cours : l'inflation allait être historiquement élevée et la BCE n'allait rien annoncer de radical optant pour le mode « *Wait and See* ». Et c'est effectivement ce qui s'est passé.

Stimulée par les prix de l'énergie, l'inflation américaine s'est établie à 8,5% sur un an en mars pour une inflation sous-jacente à 6,5% : des niveaux records qui n'ont pas surpris. À partir de ce pic (fort probable) de mars, notre scénario central sur l'inflation américaine envisage un reflux lent et progressif vers 7% (au troisième trimestre), puis vers 6% (au quatrième trimestre), en raison principalement des effets de base négatifs sur l'énergie et les produits de base. Ce scénario reste entouré de nombreuses incertitudes laissant craindre un rythme plus élevé en raison de possibles pressions en amont (prix de l'énergie et du gaz naturel aux États-Unis, blocages des chaînes d'approvisionnement dus à la résurgence du Covid en Chine). En revanche, la politique monétaire de la Réserve fédérale, dont le ton et les actions sont désormais nettement plus « *hawkish* », contribuera à freiner l'inflation *via* la hausse des taux et l'appréciation du dollar : c'est bien la ferme intention de la Fed, une détermination qui laisse déjà planer le risque d'un retournement de conjoncture, risque qui semble se matérialiser dans l'aplatissement de la courbe américaine depuis le début de l'année.

Quant à la BCE, elle a reporté sa décision sur la fin de l'APP à sa réunion du 9 juin, confirmé que la hausse des taux interviendra « quelque temps » après la fin de ses achats nets de titres. Reconnaisant que les arbitrages entre risques sur l'inflation et risques sur la croissance sont délicats, la BCE s'affiche flexible et adaptera son action selon les données économiques. Bref, « *la sagesse c'est adapter ses convictions à l'évidence* » (cf. [éditorial](#) sur la BCE).

Bien que la BCE se soit montrée flexible, ne suggérant aucun empressement à normaliser sa politique monétaire, les taux allemands se sont tendus et la courbe a continué sur la voie de la pentification. Les taux américains ont poursuivi leur redressement et la courbe s'est étonnamment pentifiée au cours de la semaine.

Depuis le début de l'année, l'allègement des dispositifs d'assouplissement quantitatifs, qui fournissaient une assurance contre une dérive importante des écarts de rendements intra-zone, et les anticipations de normalisation monétaire même « floue » de la BCE contribuent à la remontée des taux et à l'écartement des *spreads* périphériques. Mais, le soutien continu de l'UE, en allégeant les pressions sur les Trésors nationaux, concourt à limiter cet élargissement malgré un environnement financier plus difficile.

Ainsi, si les *spreads* italien et espagnol contre le Bund se sont respectivement élargis de 29 et 20 points de base depuis le début de l'année, ils se resserrent au cours de la semaine passée. Après les versements échelonnés à la France, à l'Espagne et à la Grèce, l'Italie a reçu une nouvelle tranche de 21 milliards d'euros dans le cadre du NGEU. Quant au *spread* de la France, après avoir atteint un pic (petit et bref) à 57 pb juste avant le premier tour de l'élection présidentielle française à la faveur de sondages suggérant un resserrement lors d'un second tour des scores de Marine Le Pen et d'Emmanuel Macron, il s'est replié après les résultats. Le *spread* français dérive lentement depuis son point bas de début 2021 (20 pb) : une tendance et des brefs à-coups qui le portent aujourd'hui à 41 pb, loin des sommets de l'élection de 2017 ou du début de la crise du Covid (respectivement, 75 et 66 pb).

La hausse des taux d'intérêt, mais aussi le halo d'incertitudes qui continue d'envelopper les perspectives de croissance, ont continué de peser sur les marchés risqués (crédit et émergents) dont les actions. Au cours de la semaine, le S&P 500 baisse de 2,1%, alors que le CAC 40 qui avait souffert avant le premier tour de l'élection présidentielle se ressaisit après les résultats du scrutin pour progresser de 0,6%.

Enfin, l'euro continue de se déprécier contre le dollar et la livre. Sa dépréciation contre le dollar depuis le début de l'année se « limite » néanmoins à 5% : une relative résistance pour la devise d'une région sous tension, proche de l'épicentre d'une guerre qui l'affecte globalement tout en révélant des vulnérabilités différentes intra-zone euro et complique singulièrement la politique monétaire.

Éditorial

BCE : la sagesse c'est adapter ses convictions à l'évidence

La boussole de la BCE pointe vers la normalisation, avec une aiguille qui bouge au gré des preuves qu'apportent les données. Le Conseil des gouverneurs a ainsi estimé que « *les informations disponibles depuis sa dernière réunion renforcent son anticipation selon laquelle les achats nets d'actifs au titre de son programme d'achats d'actifs (APP) devraient prendre fin au troisième trimestre* ».

C'est la phrase la plus importante de la déclaration de politique monétaire de C. Lagarde, car elle affirme que la fin de l'APP aura lieu au troisième trimestre 2022 plus fortement que lors de la réunion du Conseil d'il y a cinq semaines. Cela rend cette date de fin très probable ; seule demeure l'incertitude sur le mois précis d'arrêt. Les nouvelles prévisions de croissance et d'inflation de la BCE qui seront publiées lors de la prochaine réunion du Conseil du 9 juin permettront de lever cette incertitude.

La BCE se tient donc à la séquence annoncée, qui prévoit, après la fin du programme PEPP déjà conclue en mars, la fin du programme APP au cours de l'été et, « quelque temps après » celle-ci, la première hausse du taux de dépôt. La BCE a souhaité maintenir le flou sur la date de la première remontée des taux en rappelant son approche proportionnelle, graduelle et guidée par les données.

Mais une autre phrase mérite attention et différencie l'analyse de la situation économique de celle d'il y a cinq semaines : « *Les risques entourant les perspectives d'inflation à moyen terme comprennent des révisions des anticipations à un niveau supérieur à l'objectif, des hausses de salaires plus prononcées qu'attendu et une dégradation durable des conditions de l'offre* ».

Bien que la BCE affirme qu'un éventuel affaiblissement de la demande à moyen terme atténuerait les tensions sur les prix, le risque accru de révision à la hausse des anticipations d'inflation semble pouvoir résoudre l'arbitrage entre stabilisation de l'inflation et stabilisation de l'activité. Avec un engagement fort à protéger son mandat de stabilisation de l'inflation, celui-ci peut être atteint à moindre coût. En effet, les anticipations qu'une action politique adéquate sera mise en œuvre sont en soi un facteur de stabilisation.

L'ancrage des anticipations d'inflation est un sujet de premier ordre pour la BCE. Une dérive permanente des anticipations a un rôle significatif dans la détermination de la dynamique de moyen terme de l'inflation. Le succès des politiques économiques

dans l'atténuation du choc lié au Covid et la révision de la stratégie de la BCE ont fait converger les anticipations vers l'objectif de la BCE. Le risque d'un désancrage par le haut est aujourd'hui au moins aussi élevé que celui d'un désancrage par le bas.

La notion de crédibilité oriente donc la stratégie de normalisation de la BCE. Or, le nouvel environnement macro-économique produit par la guerre pose un défi supplémentaire à sa crédibilité et à son action.

Le choc adverse d'offre dans un contexte d'inflation déjà élevée rend beaucoup plus complexe l'arbitrage entre l'amortissement du déclin anticipé de la demande et le contrôle de l'inflation à moyen terme. La calibration jusqu'ici proposée par la BCE était fonction de la persistance anticipée du choc d'offre et d'inflation. L'attentisme consenti par la perception initiale d'un choc temporaire n'est plus de mise : le choc paraît désormais plus persistant et capable de modifier le cours de l'inflation à moyen terme. La politique monétaire doit s'activer davantage et surtout sortir du cadre très accommodant qui était compatible avec une inflation durablement plus faible.

C'est donc ainsi qu'il faut lire le parcours de normalisation de la politique monétaire. La direction est réaffirmée. La vitesse de normalisation, en revanche, dépendra de l'impact économique de la guerre, de la sévérité du choc d'inflation et de sa persistance.

Un retour en arrière ne serait cependant pas exclu si l'impact de la guerre sur la croissance s'avérait extrême. « *Dans le contexte actuel de forte incertitude, le Conseil des gouverneurs n'écartera aucune option et conservera la progressivité et la flexibilité dans la conduite de la politique monétaire. Le Conseil des gouverneurs prendra toute mesure nécessaire afin de remplir le mandat de la BCE de maintien de la stabilité des prix et de contribuer à la sauvegarde de la stabilité financière* ».

Les marchés, qui attendaient plus de précisions sur les modalités selon lesquelles la BCE mettrait en œuvre la nécessaire flexibilité, ont de nouveau été déçus. Mais la BCE a assuré que, si nécessaire, elle agirait rapidement, utilisant les marges de manœuvre de sa politique de réinvestissement des titres à son bilan ; elle se dit en outre prête à concevoir tout instrument supplémentaire à cette fin. Si l'éventuel dispositif reste vague, les intentions semblent claires.

Zone euro

Portugal : le nouveau budget du gouvernement

Le gouvernement portugais a révisé à la baisse ses perspectives de croissance dans le budget présenté au Parlement ce mercredi, mais prévoit toujours de réduire son déficit budgétaire à 1,9% du PIB cette année, même s'il voit l'inflation accélérer en raison de la guerre en Ukraine. Le pays a reconduit jusqu'à présent le plan de dépenses de l'année dernière, après que le parlement a rejeté le budget du gouvernement socialiste alors minoritaire en octobre, déclenchant des élections anticipées. Le scrutin a donné aux socialistes une majorité et le nouveau gouvernement a prêté serment le 30 mars.

L'an dernier, le déficit budgétaire s'est élevé à 2,8% du PIB. Le projet de cette année, qui repose sur une augmentation de 38% des investissements publics à 7 Mds€ utilisant principalement les fonds NGEU, voit l'économie croître au rythme de 4,9%.

Le projet de budget suit les mêmes lignes directrices que celui qui a été rejeté, mais le ministre de Finances a déclaré qu'il abordait les risques engendrés par l'invasion de l'Ukraine par la Russie et les pressions inflationnistes résultant de la flambée des prix de l'énergie. Le gouvernement s'attend à un taux d'inflation de 4% cette année, après 0,9% en 2021.

Le budget prévoit plus de 1,2 Md€ de réductions d'impôts et de subventions pour soutenir les entreprises et les familles, dont des baisses d'impôt sur le revenu pour les classes moyennes et les jeunes. La dette, qui a terminé l'année dernière à 127,4% du PIB après un record de 135,2% en 2020, devrait s'établir à 120,7% à la fin de cette année.

☑ Notre opinion – *Le conflit en Ukraine conditionnera la rapidité de la reprise de l'économie portugaise, retardant le rétablissement du PIB au niveau d'avant la pandémie jusqu'en 2023. La hausse des prix de l'énergie et la plus grande prudence des agents économiques dans leurs décisions de consommation et d'investissement pèseront sur l'activité économique et ralentiront la croissance à 4,4% cette année, selon nos prévisions. Cette prévision est sujette à un degré élevé d'incertitude et comporte principalement des risques baissiers, mais elle est prudente, surtout par rapport à d'autres prévisions. Par exemple, la Banque du Portugal (4,9% en 2022) envisage un scénario plus positif grâce aux fonds européens, à l'épargne accumulée par les ménages lors des différents confinements (qui permettront d'absorber en partie l'impact de la hausse des prix) et à la persistance de conditions financières favorables.*

L'inflation dépasse 5%. Mars marque le sixième mois consécutif de hausse de l'inflation, à 5,3% (4,2% en février) et l'inflation sous-jacente à 3,8% (3,2% en février). Il s'agit de la plus forte hausse depuis juin 1994 et elle s'inscrit dans un contexte géopolitique européen défavorable qui a surtout un impact sur les prix de l'énergie. De plus, on constate que les taux d'inflation élevés se propagent à un plus grand nombre de composantes du panier de l'IPC, notamment dans la catégorie des aliments.

La guerre entravera la poursuite de l'assainissement des comptes publics en 2022. Le déficit budgétaire s'est considérablement amélioré en 2021, tombant à 2,8% du PIB (5,8% en 2020), en deçà des prévisions du gouvernement (4,3%). Cette baisse a été facilitée par la hausse considérable des recettes (+10% sur un an), notamment des recettes fiscales, grâce à la vigueur du marché du travail et à la croissance soutenue de la demande intérieure. Cependant, il existe d'autres facteurs qui vont compenser ces améliorations. La guerre en Ukraine a contraint le gouvernement à mettre en place des mesures de soutien aux ménages et aux entreprises face à la hausse des prix, et le moindre dynamisme de l'emploi et de la consommation devrait peser sur les recettes fiscales. La première estimation de l'impact budgétaire de ces mesures est d'environ 520 millions d'euros. Le gouvernement estime que le déficit s'établira à 1,9% du PIB cette année, tandis que le taux d'endettement public tombera à 120,8% du PIB (127,4% en 2021), même si ces prévisions semblent un peu optimistes dans les circonstances actuelles.

Il n'y a aucun signe d'aggravation des prêts non performants. L'encours des crédits au secteur privé non financier a continué d'augmenter en février (+2,7% sur un an), grâce à la croissance de l'ensemble des crédits à l'habitat (+2,9%). Le crédit à la consommation, quant à lui, est resté dynamique (+3,7%), tandis que la croissance du crédit aux entreprises a ralenti à 1,6% (2,6% en janvier). En revanche, le niveau des créances douteuses continue de faiblir et le taux de défaut de paiements s'établit à 3,6% au quatrième trimestre, -0,4 pp par rapport au T3. Mentionnons également la récente recommandation de la Banque du Portugal, qui lie la maturité maximale des nouveaux crédits à l'âge des emprunteurs.

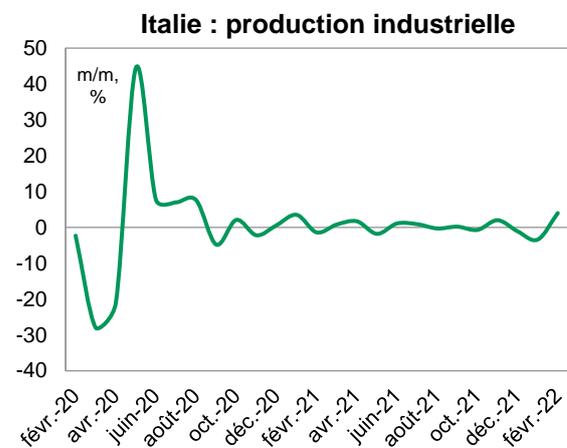
 **Italie : rebond de la production industrielle**

En février, la production industrielle a renoué avec la croissance. L'indice a enregistré un rebond de 4% par rapport à janvier et de 3,3% en glissement annuel. Les hausses ont concerné l'ensemble des catégories de biens avec +5,2% pour les biens de consommation, 3,5% pour les biens intermédiaires, 2,7% pour les biens d'équipement et 0,9% pour l'énergie. La comparaison avec février 2020 est également positive. L'indice reste supérieur de 2,5% à son niveau d'avant-crise.

Par rapport à février 2021, les secteurs qui ont enregistré les plus fortes hausses sont la fabrication de coke et de produits pétroliers raffinés (+16,8% en février, après +8,2% en janvier), les industries du textile, de l'habillement, du cuir et des accessoires (+11,7% en février, après -2% en janvier) et la fabrication d'ordinateurs et de produits électroniques (+8,3% en février, après -1,9% en janvier).

Les industries extractives continuent cependant d'enregistrer une baisse par rapport au niveau de l'année passée (-15,0% en février, contre -12% en

janvier). C'est également le cas pour la fabrication d'articles en caoutchouc et en plastique (-2,9% en février, contre -7% en janvier).



Sources : Istat, Crédit Agricole S.A.

☑ Notre opinion – *Le rebond est certes une bonne nouvelle, mais il ne représente pas une inversion de la tendance. Les freins à la production dans l'industrie restent opérants, si l'on s'appuie sur les conclusions des enquêtes qui signalent en outre des contraintes à la production, un ralentissement des commandes. En dépit de la hausse de février, l'acquis laissé à la production industrielle est encore négatif à -0,8% pour le premier trimestre en net recul par rapport au niveau enregistré au cours du pic du troisième trimestre 2021, soit avant l'envolée des prix à la production (+9% au quatrième trimestre par rapport au T3 2021). Les comptes d'agents confirment les effets négatifs de l'augmentation des coûts de production sur les entreprises. Au cours du quatrième trimestre, l'excédent brut d'exploitation et la valeur ajoutée des sociétés non financières ont diminué de respectivement -1,3% et -0,2%, entraînant une baisse du taux de marge de 0,5 point. Ce dernier s'établit à 41,6%.*

Royaume-Uni

Royaume-Uni : l'inflation, toujours plus étendue, toujours plus forte

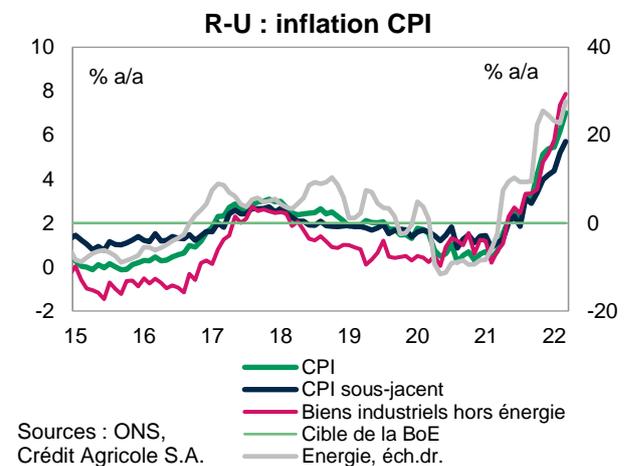
L'inflation CPI a atteint 7% sur un an en mars, après 6,2% en février. Une nouvelle surprise significative à la hausse puisque le consensus tablait sur 6,7% (Crédit Agricole : 6,5%). L'inflation sous-jacente (CPI hors énergie, produits alimentaires, alcool et tabac) a grimpé à 5,7%, après 5,2% en février (consensus : 5,3%). Les deux indices enregistrent de fortes hausses mensuelles, de 1,1% et 0,9% respectivement, et très supérieures aux moyennes historiques (de plus de 0,5 point de pourcentage).

Pratiquement toutes les composantes contribuent positivement à l'accélération des prix en mars, en premier lieu l'énergie. L'inflation des prix de l'énergie est passée de 22,7% à 27,6% sur un an. L'inflation des biens industriels hors énergie atteint 7,9% sur un an, après 7,4% en février. Les prix dans les services augmentent aussi nettement, 4% sur un an après 3,6% en février.

Toutefois, la plus forte contribution (0,26 point de pourcentage sur une variation du taux d'inflation totale sur le mois de 0,8 point de pourcentage) vient toujours de la composante transport. L'indice correspondant augmente de 13,4% sur un an, après 11,5% en février, en raison de la hausse des prix des carburants. En effet, le prix de l'essence a augmenté de 12,6 pence le litre entre février et mars (contre 3,5 pence à la même période de l'année dernière), ce qui constitue la plus forte hausse mensuelle depuis 1990 (selon l'ONS). La hausse des prix de l'énergie n'est pas restée sans impact sur les services aux ménages (en hausse de 7,7%, après

7,2% en février) où le prix du fuel utilisé pour le chauffage enregistre un bond de 44% sur le mois. Une autre composante qui a contribué fortement à la hausse de l'inflation en mars (pour 0,22 point de pourcentage) est celle des restaurants et des hôtels. Les prix y ont augmenté de 2% sur le mois, soit leur plus forte hausse pour un mois de mars depuis le début de la série en 1988. Leur taux d'inflation est passé de 11,5% à 13,4% sur un an. Cela est dû principalement à la hausse des prix des boissons alcoolisées et à celle des prix dans l'hôtellerie.

Enfin, les biens d'équipements mobiliers (en hausse de 10,3% sur un an après 9,1% en février) et les produits alimentaires (5,9% après 5,1% sur un an en février) ont également soutenu l'inflation CPI.



Notre opinion – La hausse de l'inflation intensifie la baisse du pouvoir d'achat des ménages, ce qui est en train d'affecter sévèrement la confiance du consommateur. Celle-ci est tombée, au mois de mars, au plus bas depuis le début de la pandémie en 2020. La croissance des salaires réels, corrigée de l'inflation CPI, a baissé à -1,7% en février, selon les dernières données disponibles. Mais, corrigés de l'inflation RPI (indice des prix intégrant le service de la dette hypothécaires), les salaires réels se contractent encore plus fortement (-4% sur un an en février). Dans les prochains mois, la baisse des revenus réels devrait s'intensifier. En avril, avec la hausse planifiée des prix du gaz et de l'électricité par le régulateur Ofgem (+54%), l'inflation CPI devrait dépasser 8%. Ensuite, nous anticipons une inflation se maintenant à des rythmes proches de 8,5% au moins jusqu'à la fin de cette année. Cela finira par impacter la consommation des ménages, qui avait déjà fortement ralenti au quatrième trimestre. L'économie britannique perdrait ainsi son principal moteur dans un contexte de forte incertitude et de ralentissement mondial lié à la guerre en Ukraine. Par conséquent, l'activité devrait connaître un coup d'arrêt dans les prochains mois.

La Bank of England devrait néanmoins continuer de resserrer sa politique monétaire à court terme, afin d'ancrer les anticipations d'inflation dans un contexte de marché du travail extrêmement tendu et propice à des hausses des salaires. Cette semaine, d'après le rapport sur l'emploi du mois de février, le taux de chômage est revenu à 3,8%, son niveau d'avant-crise, et le nombre de postes vacants a atteint un nouveau record de 1,29 million. Mais, depuis l'invasion russe en Ukraine, la tonalité de la BoE est devenue moins agressive, plus prudente. Nous pensons par conséquent que resserrement monétaire devrait devenir plus graduel. Nous n'anticipons plus que deux hausses de taux cette année, en mai et en août, ramenant le taux directeur à 1,25%, qui devrait être son maximum.

Pays émergents

Amérique latine

Mexique : « Que personne n'oublie que c'est le peuple qui commande »...

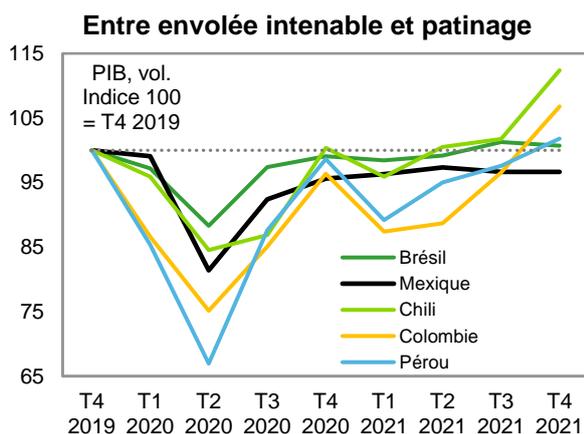
C'est une déclaration du président AMLO lors du référendum invitant les Mexicains à se prononcer, le 10 avril, sur sa révocation ou son maintien jusqu'au terme de son mandat unique de six ans s'achevant en 2024. La notion de « mandat révocatoire » a été inscrite dans la Constitution en 2019 à l'initiative d'AMLO. Dénonçant notamment une forme de plaisanterie narcissique, les partis d'opposition (PAN, PRD, PRI) avaient appelé à l'abstention. La consultation s'est soldée, sans surprise, par des taux de participation faible (18%, très inférieur au seuil de 40% rendant le résultat juridiquement contraignant), mais d'approbation élevé (92%).

Un plébiscite en trompe-l'œil qui flatte le président et une petite diversion qui éloigne (très temporairement) les regards d'une croissance qui patine et d'une inflation qui s'envole. S'étant refusé à opter

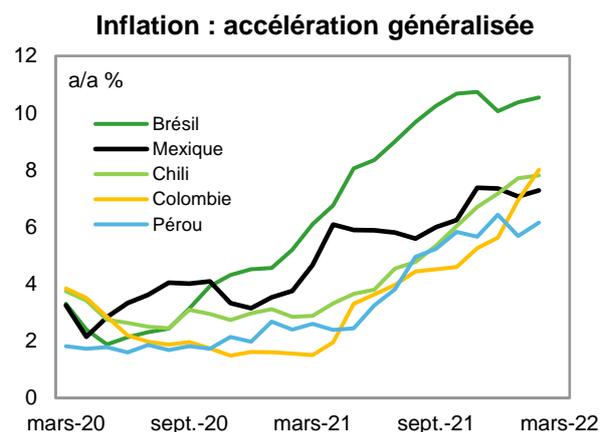
pour une stratégie de « quoi qu'il en coûte », le Mexique ne s'est que modérément redressé après le plongeon de 2020.

PIB (vol., var. %)	Le plongeon T2 20/T4 19	La reprise T4 21/T2 20
Brésil	-11,7%	14,0%
Chili	-15,5%	32,9%
Mexique	-18,6%	18,8%
Colombie	-24,9%	42,1%
Pérou	-33,0%	52,0%

Il est ainsi le seul des grands pays de la zone à n'avoir pas récupéré le niveau de PIB pré-crise, alors que l'inflation y a vivement accéléré, n'étant surpassée que par le Brésil.



Sources : nationales, Crédit Agricole SA/ECO



Sources : nationales, Crédit Agricole SA/ECO

Et l'inflation de continuer en mars sur sa pente ascendante au rythme de près de 1% sur un mois, soit 7,45% sur un an pour l'inflation globale (la plus élevée depuis 2001), excédant encore l'inflation sous-jacente (6,8% sur un an). Le procès-verbal de la réunion de la Banque centrale de fin mars (portant le taux directeur à 6,50%) a d'ailleurs confirmé l'orientation résolument restrictive de sa politique monétaire alimentée, notamment, par de sérieuses inquiétudes quant aux anticipations d'inflation. Par ailleurs, les prévisions économiques et le budget 2022-2023 ont été mis à jour par le ministère des Finances. Les nouvelles prévisions n'introduisent que de petits changements par rapport au budget approuvé par le Congrès : c'est précisément la raison pour laquelle elles font preuve d'optimisme.

L'inflation et le taux directeur ont certes été revus à la hausse (à, respectivement, 5,5% et 7,75% fin décembre 2022) ; mais l'optimisme entoure encore

les projections de production de pétrole (1,82 million de barils/jour) et de croissance. Celle-ci a été révisée à la baisse de 4,1% à 3,4 % ; compte tenu d'un acquis très légèrement négatif fin 2021, cela suppose que l'activité se reprenne vigoureusement tout au long de l'année. Le ratio recettes budgétaires/PIB atteindrait 22,5%, en hausse de 0,6 point de pourcentage (p.p.) : une hausse paradoxale mais qu'expliqueraient des revenus pétroliers plus élevés et la bonne tenue de la croissance. Quant au ratio des dépenses totales/PIB, il se situerait à 25,5%, soit 0,4 p.p. de hausse qu'expliquent notamment les intérêts. Les objectifs en termes de solde primaire (équilibré), de déficit total (3% du PIB) et de dette nette (49,6% du PIB) restent ambitieux. Ils pourraient être dépassés (seulement marginalement tant prévaut une approche orthodoxe) sans introduire de risque. Sauf celui d'avoir été ratés faute de réalisme.

Moyen-Orient et Afrique du Nord

Pays du Golfe : les bourses dopées par les prix élevés du pétrole, malgré les incertitudes

Au cours des deux dernières années et malgré la pandémie, les indices boursiers des pays du Golfe se sont très fortement améliorés, notamment par rapport aux indices mondiaux et surtout ceux des pays émergents et ce malgré les incertitudes liées à la guerre en Ukraine et les risques inflationnistes et sur la croissance mondiale.

Pour les pays producteurs de pétrole, la double crise du Covid-19 et de la chute des prix semble un mauvais souvenir. Le redressement des bourses est assez spectaculaire avec des indices comme ceux des bourses des Émirats et de Riyad (indices MSCI) qui ont doublé depuis l'été 2020. Ces deux bourses ont très nettement connu de meilleures performances que la moyenne des pays émergents, en raison du redressement du prix du pétrole qui a tiré les indices à la hausse au cours des derniers mois. Les indices boursiers des pays pétroliers du Golfe sont globalement assez corrélés aux prix des hydrocarbures. Le prix du pétrole a été en moyenne de 69 dollars par baril au cours de l'année 2021 et de 88 dollars depuis le début de l'année 2022.

Les pays de la région que sont Oman et Bahreïn, plus fragilisés par une situation économique détériorée, connaissent également des succès boursiers très favorables.

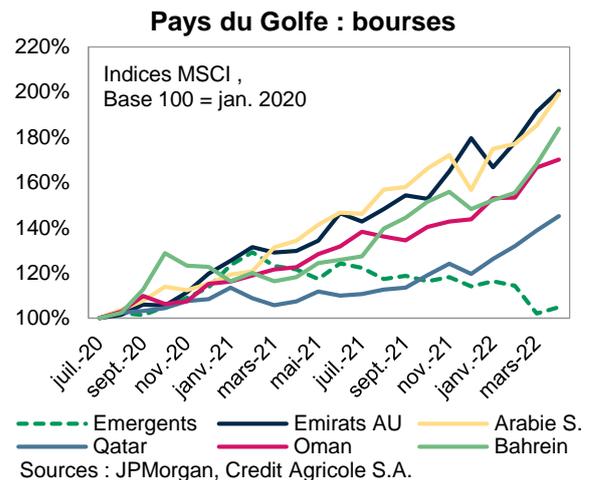
Émirats arabes unis : des succès boursiers qui n'étonnent pas

Les Émirats poursuivent leur politique de privatisation de certaines entreprises emblématiques avec des succès boursiers ininterrompus.

Il y a quelques mois, l'introduction en bourse d'Adnoc Drilling, principale compagnie de forage des Émirats et filiale de la compagnie pétrolière d'Abu Dhabi ADNOC (*Abu Dhabi National Oil Company*) a été un grand succès avec une hausse de 33% du cours de l'action le jour de la cotation. La valorisation finale de l'entreprise s'est établie à 13 milliards de dollars.

L'introduction en bourse de *Dewa Electricity and Water Authority* à Dubaï est aussi un large succès avec un cours de l'action qui a encore progressé de 0,7% le lendemain de son introduction. La valorisation de l'entreprise est estimée à 40 milliards de dollars. Cela devrait soutenir les introductions en

Les primes de risque (prix des CDS) constatées sur la région témoignent de la même amélioration. Ainsi, le prix des CDS sur le souverain saoudien est-il passé de 169 points de base en mars 2020 à 51 pdb actuellement. Le prix des CDS sur Dubaï s'est, lui, contracté de 303 pdb à 107 pdb entre ces deux dates. La plupart des autres pays connaissent des évolutions similaires.



bourse des oléoducs et gazoducs prévus par les autorités au cours de l'année.

Les autorités émiraties ont significativement renforcé l'attractivité de leur pays en mettant en place un cadre social, juridique et organisationnel pour améliorer l'environnement des affaires et faire de la place une sorte de Singapour du Moyen-Orient.

La délocalisation dans les pays du Golfe des oligarques russes frappés de sanctions par les pays occidentaux pourrait néanmoins créer des tensions avec les États-Unis et l'Europe. Et c'est sans doute un phénomène à surveiller, malgré des relations diplomatiques plus distendues.

Afrique sub-saharienne

Afrique sub-saharienne : une croissance attendue à 3,6% pour 2022, dans un environnement sous tension

Selon les prévisions de la Banque mondiale, l'Afrique sub-saharienne devrait voir la croissance de son PIB s'établir à 3,6% pour l'année 2022, après 4% en 2021. L'édition de printemps du rapport [Africa Pulse](#), publié en amont des réunions de la Banque mondiale et du FMI la semaine prochaine, décrit cependant une région qui fait face à de nombreuses tensions à court et moyen termes.

Tout d'abord, la région n'est pas encore remise des effets de la pandémie. Certes, les conséquences sanitaires sont restées limitées sur le continent et la quatrième vague liée au variant Omicron est déjà terminée. Les effets économiques se font cependant toujours ressentir. Ainsi, l'activité économique sur le continent sera cette année toujours inférieure de près de 5% à sa tendance pré-pandémie.

Ensuite, l'Afrique sub-saharienne subit les conséquences du conflit en Ukraine. Certains pays pétroliers ou exportateurs de ressources vont en bénéficier, tant sur leur croissance que sur leurs recettes d'exportations et publiques. Néanmoins, tous les pays subissent la hausse des prix énergétiques et alimentaires. L'inflation est par ailleurs renforcée dans de nombreux pays par la dépréciation de la devise. À l'échelle du continent, les prix devraient augmenter de 6,2% en 2022, après 4,5% l'an dernier.

L'effet de la hausse de ces prix sur la stabilité interne et politique est particulièrement sensible dans la région. Les ménages d'Afrique sub-saharienne consacrent en effet 40% de leurs dépenses de

consommation à ces produits (soit plus de deux fois leur part dans le panier de consommation des ménages dans les pays avancés).

Ce risque de déstabilisation fort a motivé de nombreux gouvernements à mettre en place des mesures fiscales d'aide pour tenter d'amortir en partie ces hausses de prix. Alors que les finances publiques avaient déjà été creusées par la crise sanitaire, ces dispositifs de soutien ont inversé la tendance à la consolidation budgétaire et ont parfois accru les besoins de financement des États de la région.

Les causes de cette inflation sont principalement du côté de l'offre. L'efficacité des remontées de taux d'intérêt mises en œuvre par certaines banques centrales du continent pour juguler la hausse des prix est donc incertaine. Les institutions monétaires sont néanmoins contraintes dans cette démarche par le contexte global de normalisation monétaire et le besoin de limiter la dépréciation supplémentaire de leur devise.

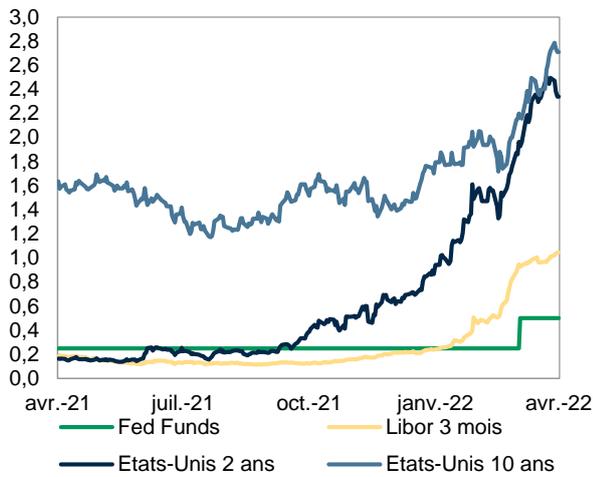
L'effet de durcissement des conditions de financement interne se combine donc avec le resserrement monétaire à l'échelle globale. Alors que la part des États africains présentant un risque élevé de surendettement a progressé pour atteindre 60% en 2021, la Banque mondiale appelle clairement à la mise en place de nouveaux dispositifs de restructuration et d'allègement permettant d'éviter une vague de défauts souverains.

✓ Notre opinion – Les réunions des institutions de Washington la semaine prochaine vont être l'occasion de faire le point sur les mécanismes de traitement de la dette. Le constat de la faible efficacité du dispositif du « cadre commun » devrait favoriser une réforme, notamment vers un élargissement aux pays à revenu moyen inférieur et des lignes directrices plus claires sur la mise en œuvre du dispositif, comme la suspension du service de la dette due aux créanciers officiels sur le temps des négociations.

Tendances à suivre

Taux d'intérêt en dollar américain

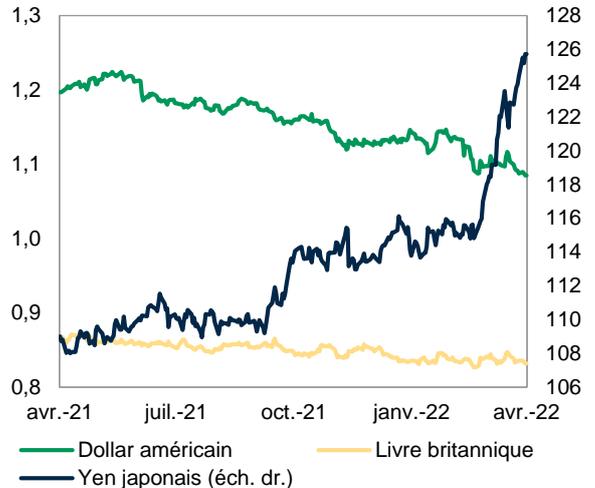
%, interbancaire (Londres) et souverains (États-Unis)



Source : Thomson Reuters

Taux de change des principales devises

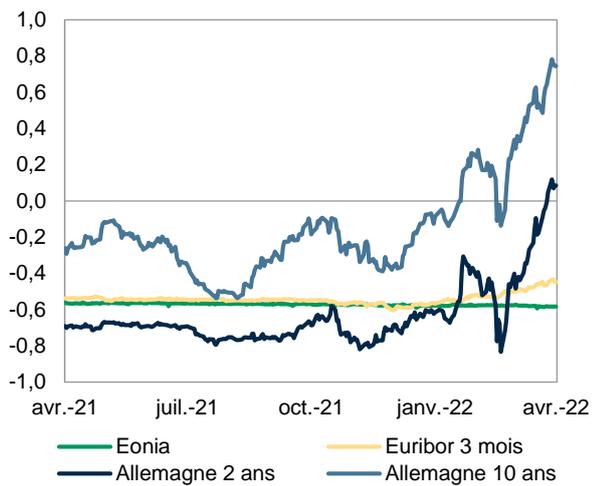
EUR/USD, EUR/GBP et USD/JPY



Source : Thomson Reuters

Taux d'intérêt en euro

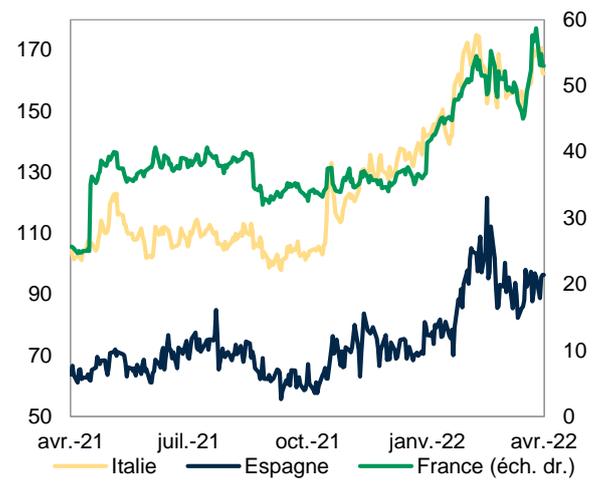
%, interbancaires (Londres) et souverains (Allemagne)



Source : Thomson Reuters

Spreads souverains européens avec le Bund

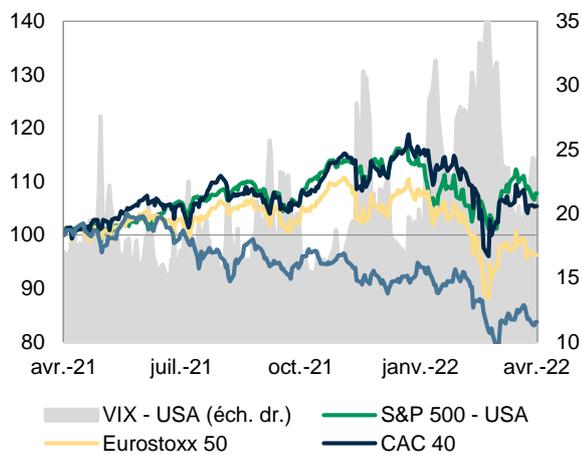
Pdb, dette en EUR à dix ans



Source : Thomson Reuters

Marché actions

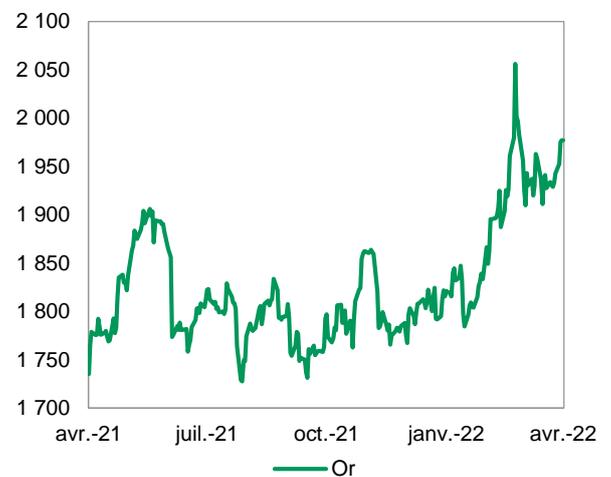
Indice boursiers (100 = début de période) et volatilité VIX



Source : Thomson Reuters

Cours de l'once d'or

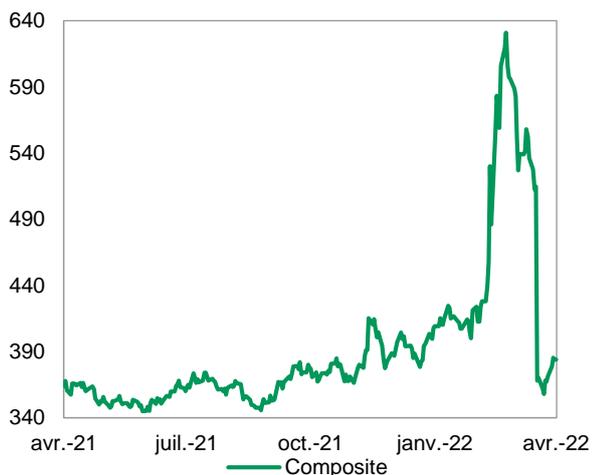
USD/Once troy (Londres)



Source : Thomson Reuters

Spreads souverains émergents avec le T-Bond

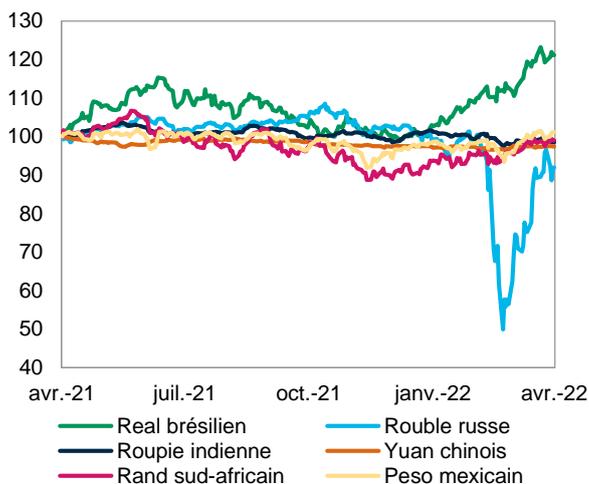
Indices EMBI+ (pdb, dette en USD de plus d'un an)



Source : JP Morgan

Devises émergentes

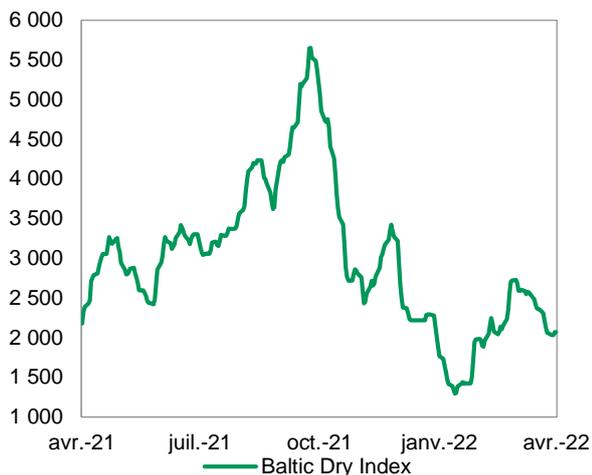
/USD (indice 100 = début de période)



Source : Thomson Reuters

Coût du transport maritime de vrac sec

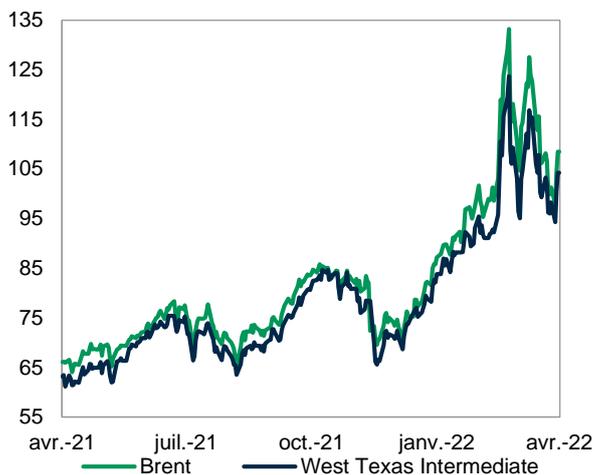
Baltic Dry Index (USD/point)



Source : Baltic Exchange

Cours du baril de pétrole brut en USD

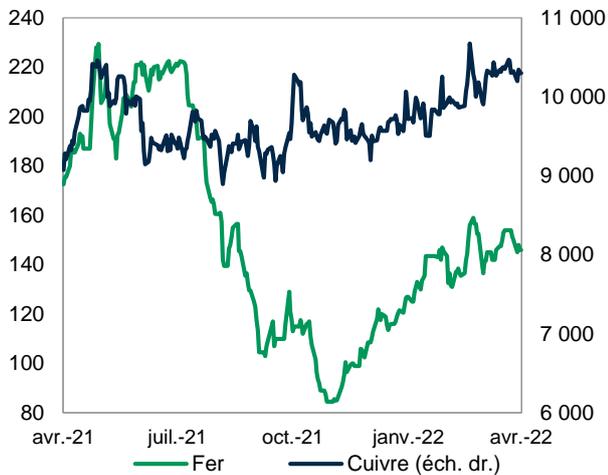
Brent (mer du Nord) et WTI (golfe du Mexique)



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 2022-2023 – Avril 2022

[Un scénario sous haute tension](#)

Date	Titre	Thème
13/04/2022	<u>Asie – Le Sri Lanka annonce un défaut sur sa dette extérieure</u>	Asie
12/04/2022	<u>Hongrie – Le 4x4 de Viktor Orbán</u>	PECO
11/04/2022	<u>Espagne – PIB revu à la baisse, selon les prévisions de la Banque d'Espagne</u>	Espagne
11/04/2022	<u>Zone euro – Vulnérabilité à l'approvisionnement en gaz russe : quelles stratégies ?</u>	Union européenne
08/04/2022	<u>Monde – L'actualité de la semaine</u>	Monde
07/04/2022	<u>Monde – Scénario macro-économique 2022-2023 : un scénario sous haute tension</u>	Monde
06/04/2022	<u>Mozambique – Retour du FMI dans le pays alors qu'un nouveau gisement gazier devrait entrer en service cette année</u>	Afrique sub-saharienne
05/04/2022	<u>Asie du Sud-Est – Le statu quo des banques centrales</u>	Asie
05/04/2022	<u>Fintech Outlook T1 2022 – La fin du plein ?</u>	Banque, fintech
04/04/2022	<u>Espagne – Inflation, la réponse du gouvernement</u>	Espagne
01/04/2022	<u>Monde – L'actualité de la semaine</u>	Monde
31/03/2022	<u>Inflation – Asie, Amérique latine, le poids de l'histoire et de l'isolement</u>	Asie, Amérique latine
31/03/2022	<u>Ne pas hâter les récits géopolitiques</u>	Monde

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 BENADJAUD, Ticiano BRUNELLO, Olivier ELUERE, Paola MONPERRUS-VERONI (coordination zone euro), Sofia TOZY, Philippe VILAS-BOAS

États-Unis, Royaume-Uni, Irlande, pays scandinaves : Slavena NAZAROVA

Europe centrale et orientale, Asie centrale : Tania SOLLOGOUB (coordination pays émergents), Ada ZAN

Asie : Sophie WIEVIORKA

Amérique latine : Catherine LEBOUGRE (coordination scénario)

Afrique du Nord, Moyen-Orient : Olivier LE CABELLEC

Afrique sub-saharienne : Thibault ALIX

Documentation : Dominique PETIT, Elisabeth SERREAU

Statistiques : Robin MOURIER, Alexis MAYER

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.