

Perspectives

Hebdomadaire – N°22/138 – 22 avril 2022

MONDE – L'actualité de la semaine

☞ Les marchés patientent et les taux d'intérêt continuent de se tendre	2
☞ France : légère dégradation du climat des affaires en avril	3
☞ Zone euro : le rebond des services compense la faiblesse de la production industrielle	3
☞ Grèce : hausse du SMIC et mesures d'atténuation de l'impact de l'inflation	4
☞ Chine : premier trimestre, le calme avant la tempête ?	5
☞ Brésil – Inflation : bien au-delà des pressions très en amont	6
☞ Koweït : gestion publique médiocre malgré la richesse pétrolière	8
☞ Maroc : forte révision à la baisse de la croissance du PIB en 2022	8
☞ La guerre en Ukraine accélère les négociations avec les Balkans occidentaux	9
☞ Afrique du Sud : la hausse des prix reprend sa progression	10

Les marchés patientent et les taux d'intérêt continuent de se tendre

Aux États-Unis, les marchés attendent. Ils se préparent à une semaine chargée de chiffres importants (l'estimation du PIB du premier trimestre, de l'inflation « *Personal Consumption Expenditures* », mais aussi les commandes de biens durables et l'indice du coût du travail) et à la réunion de la Réserve fédérale des 3-4 mai précédée d'une période de *black-out* de la part de ses membres. Cette semaine, ils ont donc dû se contenter des quelques chiffres (rassurants) et de quelques déclarations (peu surprenantes).

Ainsi, du côté des statistiques, les mises en chantier de mars et les permis de construire, tous deux en hausse et excédant les attentes, atteignent des niveaux nettement supérieurs à ceux d'avant-crise, tout comme les ventes de logements existants. Le marché du travail reste tendu avec des inscriptions initiales au chômage historiquement faibles.

Du côté des déclarations, les intervenants de la Fed ont soit évoqué soit soutenu explicitement une hausse de 50 points de base (pb) du taux des *Fed Funds* (dont le président J. Powell lors de son apparition à une conférence du FMI) et confirmé la possibilité d'une annonce en mai du *Quantitative Tightening*. Cela prolonge les conclusions du procès-verbal du comité de politique monétaire de mi-mars. Celles-ci confirmaient en outre les anticipations de normalisation du bilan de la Fed à un rythme plus rapide que celui du précédent cycle de resserrement de 2017-2019. Les marchés tablent sur des hausses de 50 pb en mai, mais aussi en juin et juillet, en ligne avec les commentaires de J. Powell évoquant « l'idée de concentrer les hausses de taux en début de période ».

Les taux américains ont donc continué de se tendre en particulier sur les échéances courtes. Le taux à deux ans (*US Treasuries*) a gagné 30 points de base (pb) à 2,76%, alors que le taux à dix ans progressait de 12 pb (à 2,95%). À la faveur de l'aplatissement de la courbe, l'écart de rendement dix/deux ans n'est plus que de 20 pb, contre un maximum récent (octobre 2021) de 130 pb, avant que la Fed n'entame son discours de resserrement plus audacieux. Le dollar a poursuivi son appréciation contre l'euro, mais aussi contre le yen et le yuan.

Les indices PMI pour la zone euro se sont révélés meilleurs qu'anticipé : l'indice composite est encore clairement situé dans la zone d'expansion en avril, grâce aux services qui compensent largement le ralentissement des activités industrielles qui demeurent néanmoins robustes.

Il semble que le marché ait continué de « digérer » le cocktail d'une inflation élevée et d'une BCE prête à agir, mais jugée encore assez accommodante (plus que cela n'était anticipé) et certainement attentive à un élargissement trop important des *spreads* gouvernementaux. Au cours de la semaine, les taux courts et longs sans risques se sont tendus (Bund en hausse de 10 pb à 0,94%) et la courbe s'est légèrement aplatie, mais les *spreads* ne se sont que très modestement écartés. À la faveur de sondages donnant une avance assez confortable à E. Macron, la prime française s'est resserrée pour atteindre 37 pb par rapport au Bund.

Zone euro

France : légère dégradation du climat des affaires en avril

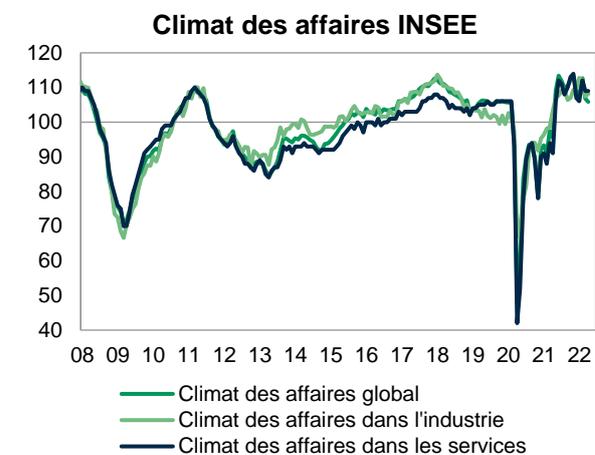
Le climat des affaires en France perd un point en avril. À 106, il reste toutefois à un niveau élevé et supérieur à sa moyenne historique (100).

Dans l'industrie manufacturière, le climat des affaires progresse légèrement après la forte contraction du mois de mars. Il gagne un point à 107. En détail, les carnets de commandes se garnissent à nouveau et les stocks retrouvent leurs niveaux normaux pour cette période de l'année. En outre, après avoir atteint un sommet au mois de mars, l'évolution prévue des prix de vente recule nettement. L'incertitude économique ressentie continue toutefois d'augmenter en lien avec le conflit en Ukraine qui entraîne d'importantes pressions inflationnistes et risque de peser sur la demande finale. Le climat des affaires progresse légèrement dans l'ensemble des secteurs manufacturiers à l'exception de l'industrie agro-alimentaire (il reste toutefois à un niveau élevé dans ce secteur).

Dans les services, le climat des affaires est stable par rapport au mois de mars à 109. Notons cependant que le solde d'opinion sur les prix de vente futurs progresse à nouveau, signe que les prix pourraient augmenter au cours des prochains mois. Par sous-secteur, le climat des affaires est globalement stable partout et reste très élevé dans l'hébergement-restauration (à 120), signe d'une forte croissance de l'activité dans le secteur.

In fine, la baisse du climat des affaires global en avril est due au recul dans le secteur du commerce de détail et, en particulier, dans le secteur du commerce et des réparations automobiles, les ventes d'automobiles restant particulièrement basses.

Les signaux transmis par les enquêtes PMI d'IHS Markit sont légèrement plus favorables. Dans l'industrie manufacturière, l'indice gagne 0,7 point à 55,4, en zone d'expansion de l'activité (au-dessus de 50). Dans les services, l'indice PMI progresse de 1,4 point à 58,8. Dans les deux secteurs, les perspectives d'activité s'améliorent, malgré des tensions inflationnistes toujours très présentes.



✓ Notre opinion – *Après une nette baisse du climat des affaires en mars, provoquée notamment par une dégradation du climat des affaires dans l'industrie suite à l'invasion de l'Ukraine par la Russie, les enquêtes ne connaissent pas de nouvelle dégradation marquée en avril. Les perspectives d'activité restent assez favorables, portées par la demande domestique, malgré une inflation à 4,5% en glissement annuel au mois de mars.*

Les effets de la guerre en Ukraine sur la demande semblent jusqu'à présent assez limités, malgré leurs conséquences sur les prix (de l'énergie notamment). Ces effets sur l'activité et sur l'inflation sont, en effet, amortis par les mesures de soutien mises en place et notamment le bouclier tarifaire sur les prix de l'énergie. L'impact sur les prix pourrait cependant peser sur la consommation et contribuera à une dégradation du pouvoir d'achat des ménages en 2022. Nous avons donc révisé à la baisse notre prévision de croissance du PIB pour 2022 à 3,3%, comme nous le détaillons dans notre dernier [scénario](#).

Zone euro : le rebond des services compense la faiblesse de la production industrielle

La production industrielle en zone euro n'a progressé que modestement de +0,7% sur un mois en février. Ce rebond est porté par la hausse des biens de consommation (+2% sur le mois) et, dans une moindre mesure, par une hausse de la production des biens intermédiaires (+0,9%), tandis que celle en biens d'investissement recule (-0,1%) et celle de l'énergie chute plus fortement encore (-6%). La ventilation par pays témoigne d'une nette amélioration en Italie (+4% sur le mois), d'une hausse plus modeste en Espagne (+0,9%) et en Allemagne

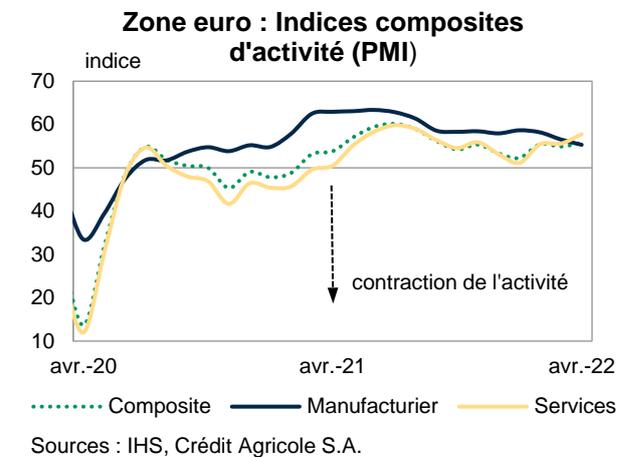
(+0,4%) et d'un léger repli en France (-0,9%). En rythme annuel, la production industrielle enregistre une hausse de 1,5% en zone euro.

Si dans l'ensemble, la production dans la zone euro dépasse de 3,7% son niveau d'avant-crise, les disparités entre pays sont néanmoins importantes. L'Italie surpasse la moyenne de la zone, l'Espagne s'en rapproche, tandis que l'Allemagne peine à rattraper son retard et la France affiche un décalage plus significatif encore.

L'indice composite des directeurs d'achat au mois d'avril continue d'afficher un rythme d'expansion élevé en zone euro à 55,8 points (au plus haut depuis sept mois), déjouant les pronostics d'un ralentissement précoce de l'activité résultant d'un contexte inflationniste sans précédent, de risques de pénuries accrues et d'une confiance des agents éliminée. Ce regain d'activité résulte d'une accélération des services (indice à 57,7 points, contre 55,6 points le mois précédent) qui compense le ralentissement de l'activité enregistrée dans l'industrie (55,3 points, contre 56,5 points le mois dernier). Cette dernière est caractérisée par une contraction des commandes à l'exportation, alors que les perspectives dans les services continuent de s'améliorer.

La ventilation par pays révèle un regain d'activité en France avec un indice composite en progression de 1,2 point sur le mois, tandis que l'activité allemande ralentit (indice composite à 54,5 points). Dans ce dernier pays, l'essor des services reste insuffisant

pour compenser le coup de frein des activités industrielles. Sur l'ensemble de la zone euro, les tensions inflationnistes se font davantage sentir avec des prix en sortie de production culminant à leur plus haut niveau historique.



✓ Notre opinion – *Le contexte inflationniste actuel n'a pas encore porté un coup d'arrêt au rythme d'expansion de la zone euro au mois d'avril. Les activités de services compensent largement le ralentissement enregistré sur les activités industrielles qui demeurent néanmoins encore robustes. Toutefois, une hausse prolongée des prix en sortie de production menace de restreindre la demande en biens industriels. L'évolution de la guerre en Ukraine et ses conséquences pourraient accentuer les pénuries déjà existantes dans l'approvisionnement industriel et alimenter davantage la hausse des prix à la consommation.*

 **Grèce : hausse du SMIC et mesures d'atténuation de l'impact de l'inflation**

La Grèce augmentera le salaire minimum à partir du 1^{er} mai pour la deuxième fois cette année, a déclaré mercredi le Premier ministre Kyriakos Mitsotakis, alors que la hausse de l'inflation pèse sur le pouvoir d'achat des ménages. À partir du 1^{er} mai, le salaire de base augmentera de 50 euros par mois à 713 euros. Le gouvernement conservateur a relevé le salaire minimum brut mensuel d'environ 2% à 663 euros en janvier, ce qui signifie qu'avec la nouvelle augmentation, le SMIC augmentera de 9,7%.

L'IPCH en Grèce a grimpé à 8,9% en mars, atteignant son plus haut niveau en vingt-sept ans, la flambée des coûts de l'énergie pesant sur les

revenus des ménages. Les prix du gaz naturel ont grimpé de 68,3% sur une base annuelle, tandis que les prix de l'électricité ont augmenté de 79,3%. Le gouvernement a dépensé environ 4 milliards d'euros pour subventionner les factures d'électricité des ménages, des entreprises et des agriculteurs confrontés aux augmentations depuis l'année dernière.

Cette semaine, le gouvernement a déclaré qu'il préparait également un plan national d'intervention sur le prix de l'électricité pour atténuer l'impact sur les consommateurs, si l'Union européenne n'agit pas rapidement sur la question.

✓ Notre opinion – *Comme d'autres États membres de l'UE, la Grèce est confrontée à une inflation en forte hausse en raison de la hausse des prix de l'énergie. L'impact direct des prix de l'énergie et des produits alimentaires explique plus de la moitié de la reprise totale de l'inflation globale dans le pays depuis le début de l'année.*

La composition de l'inflation n'est pas différente de celle du reste de la zone euro et, peut-être sans surprise, le gouvernement grec a réagi de la même manière que d'autres gouvernements européens. Des mesures fiscales allant des réductions d'impôts au soutien des revenus ont été annoncées pour un total de 1,1 milliard d'euros (0,6% du PIB) pour le deuxième trimestre 2022, en plus des 2,5 milliards d'euros déjà dépensés depuis le troisième trimestre 2021. L'ampleur de l'augmentation actuelle des dépenses budgétaires donne une indication claire des défis budgétaires.

Pays émergents

Asie

Chine : premier trimestre, le calme avant la tempête ?

Alors que le confinement de Shanghai dure déjà depuis près de trois semaines, Pékin a annoncé un très léger assouplissement des restrictions : les habitants des quartiers dans lesquels aucun cas n'as été détecté depuis quinze jours devraient ainsi être autorisés à sortir. Il faut dire que la grogne sociale n'en finit plus de monter, et que le sujet devient explosif, même pour une population pourtant peu habituée à s'exprimer. Des publications, partagées des millions de fois sur les réseaux sociaux avant d'être bloquées, ont largement documenté les pénuries de nourriture dans certains quartiers, les conditions peu hygiéniques des centres d'isolement et la désorganisation logistique générale provoquée par ce confinement strict.

Et il ne faudrait pas voir cette première étape d'une potentielle levée des restrictions comme un signe d'abandon de la stratégie Zéro Covid menée par la Chine depuis 2020. À quelques mois du 20^e Congrès du Parti Communiste Chinois, qui doit reconduire Xi Jinping pour un troisième mandat de cinq ans – rendu possible par une révision constitutionnelle et contraire à l'esprit de Deng Xiaoping qui voulait que les dirigeants chinois soient limités à deux mandats – la Chine ne peut tout simplement pas prendre le risque politique et social de s'exposer à des niveaux de contamination – et de mortalité – tels que les a connus le reste du monde.

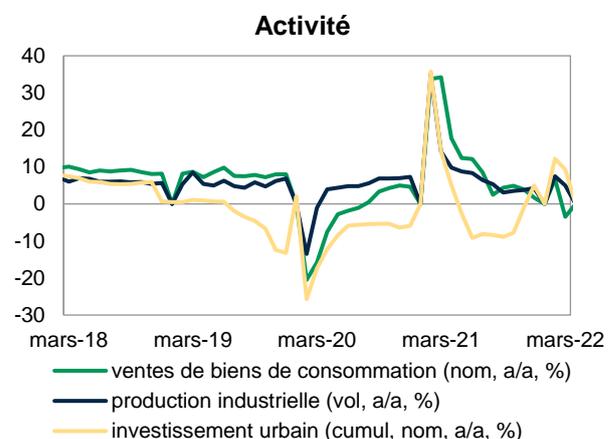
Si on peut imaginer que des confinements aussi longs et coûteux que celui de Shanghai ne se reproduiront peut-être plus, et que les autorités essaieront de préserver l'activité industrielle, en appliquant une logique essentiel/non essentiel telle que nous avons pu la connaître en Europe, les mouvements de population entre villes et provinces (sans même parler de la réouverture des frontières internationales !) devraient rester largement sous contrôle.

C'est que cette stratégie Zéro Covid est de moins en moins compatible avec la cible de croissance « autour de 5,5% » dévoilée début mars.

La croissance se tient bien au T1

Pourtant, les chiffres du premier trimestre avaient positivement surpris le consensus : une croissance de 4,8% par rapport au T1 2021 (contre 4% au T4 2021), alimentée par la consommation (contribution de 3,3 pp) et l'investissement (1,3 pp) et dans une bien moindre mesure par le commerce extérieur (0,2 pp). Une trajectoire encore inférieure à celle de la cible 2022, sans que cette dernière ne soit totalement inatteignable.

Les données de mars, qui prenaient déjà en compte l'arrivée d'Omicron, notamment *via* le confinement de Shenzhen, laissent cependant déjà entrevoir le coût des mesures Zéro Covid sur la croissance : les ventes au détail avaient ainsi reculé de 3,5% en glissement annuel, tandis que les importations reculaient très légèrement (-0,1%), révélant une nouvelle fois la faille chinoise : l'atonie de la demande domestique. On retrouve là tous les paradoxes de l'économie chinoise, puisque dans le même temps les exportations ont progressé de 14,7%, permettant au solde commercial d'atteindre un nouveau niveau historique : 734 milliards de dollars sur les douze derniers mois.



Or, l'impact du confinement de Shanghai et des restrictions touchant les provinces proches de la ville (Jiangsu, Zhejiang, Anhui, 16% de la population au total et 24% du PIB chinois) n'est encore ni connu, ni intégré dans les données. Il devrait être très fort, en particulier sur les activités de services hors distribution alimentaire. Et si les autorités semblent maintenant déterminées à préserver le secteur industriel, chaque réouverture d'usine s'examine au cas par cas, sans que ne soit pris en compte la chaîne de valeur entière du secteur, ce qui crée de nombreuses pénuries ou ralentissements dans les circuits de production.

Au point que certains analystes anticipent même une récession au deuxième trimestre, tandis que le FMI a fortement coupé sa prévision de croissance annuelle 2022, la passant de 4,8% à 4,4%.

Des politiques publiques toujours résolument centrées sur l'offre

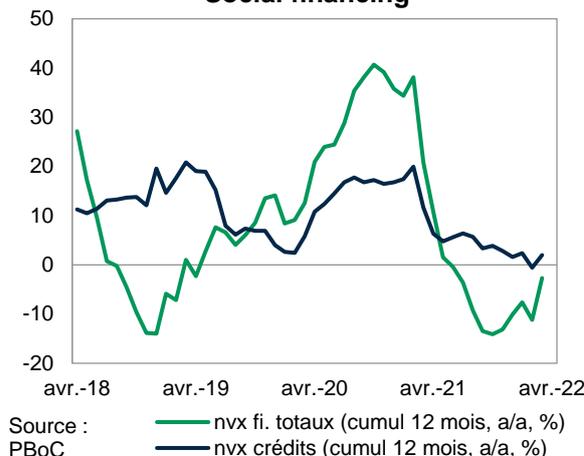
Devant ces difficultés, la réponse des autorités reste sur la ligne des mesures adoptées en 2020 : fournir des liquidités pour ne surtout pas créer de panique bancaire, soutenir directement les entreprises – en

particulier exportatrices – *via* des commandes et des exonérations de taxes, assouplir la réglementation sur le marché immobilier afin de redonner un peu d'air aux collectivités locales, très dépendantes des revenus liés à cette activité.

La croissance des agrégats de financement a ainsi légèrement accéléré en mars (10,6% en glissement annuel, contre 10,2% en février), tandis que la banque centrale chinoise (PBoC) baissait son taux de réserve obligatoire de 25 pb, afin de libérer environ 83 milliards de dollars de liquidités à long terme. Ce faisant, elle a gardé des marges de manœuvre, notamment sur le taux directeur, actuellement fixé à 2,85%, qu'elle pourrait baisser de 5 à 10 pb dans les prochains mois. Une stratégie à l'opposé de celle des autres banques, émergentes ou avancées, pour lesquelles l'heure est plutôt au resserrement monétaire, qu'il va falloir assumer alors que les flux d'investissements de portefeuille vers la Chine se sont nettement réduits et que les

actifs chinois voient leur donc leur rentabilité baisser et leur risque augmenter dans le contexte actuel.

Social financing



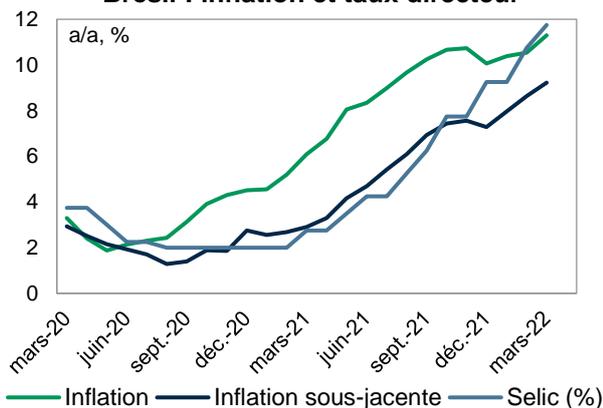
Amérique latine

Brésil – Inflation : bien au-delà des pressions très en amont

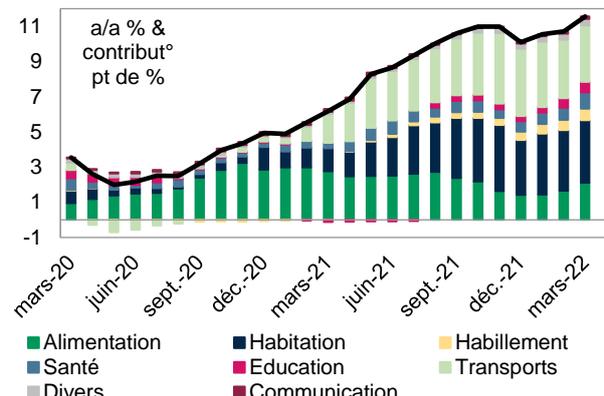
Les chiffres d'inflation de mars confirment l'accélération et la diffusion de la hausse des prix. À la suite d'un accroissement sensible au cours du mois (1,6%, soit le rythme mensuel le plus élevé depuis janvier 2003), l'inflation (IPCA) sur douze mois a encore augmenté pour s'établir à 11,3% (soit le rythme annuel le plus élevé depuis octobre 2003). L'impact des prix de l'énergie explique encore une large part de cette hausse avec des contributions élevées du poste des transports (contribution à l'inflation totale de 3,2 points de pourcentage, p.p.

due à l'augmentation de l'essence annoncée par Petrobras mi-mars) et de l'habitation (3,55 p.p. dus à la hausse du prix du gaz en bouteille). Mais la hausse est généralisée, avec des contributions importantes de l'alimentation (2,10 p.p.) et non négligeables des services. Par ailleurs, s'il était encore nécessaire de le mentionner, l'accélération de l'inflation pénalise particulièrement les ménages modestes : la hausse de l'INPC¹ excède celle de l'IPCA pour atteindre 1,7% en mars 2022, portant la hausse sur un an à 11,7%.

Brésil : inflation et taux directeur



Brésil : les sources d'inflation



¹ Comme l'indique la Banque centrale (BCB), l'indice national élargi des prix à la consommation (IPCA) est la référence pour le ciblage de l'inflation (2022, [3,5% +/- 1,5 point de pourcentage]). La population cible de l'IPCA englobe les familles dont le revenu est compris entre 1 et 40 salaires minimums.

L'indice national des prix à la consommation (INPC) mesure l'évolution des prix selon un panier représentatif de la population salariée avec des revenus plus faibles, de 1 à 5 salaires minimums.

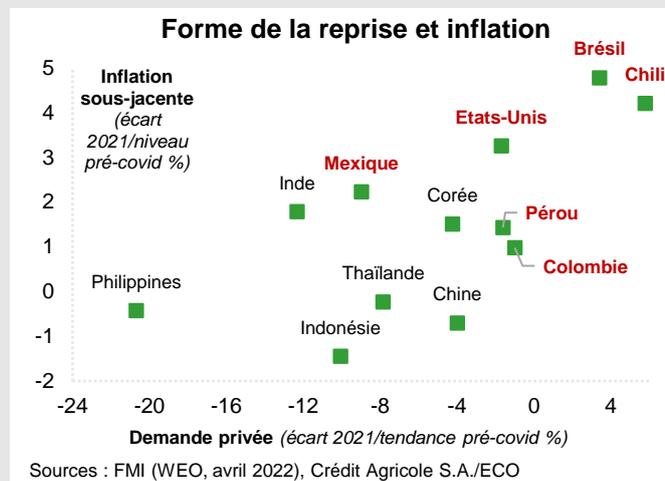
Notre opinion – L'accélération de l'inflation sous-jacente confirme la diffusion loin des seules composantes volatiles. Au-delà des pressions en amont (matières premières, dépréciation passée des cours de change), la hausse très sensible de l'inflation au Brésil, mais aussi dans de nombreux pays latino-américains, tient largement à la forme que la sortie de crise y a prise : à la différence évidente de l'Asie (à l'autre bout du spectre), la demande interne privée a joué un rôle moteur, propice à l'accélération de l'inflation sous-jacente². Un constat que vient confirmer le récent [World Economic Outlook](#) du FMI.

La baisse des tarifs de l'énergie en avril³ laissait espérer une amorce de repli de l'inflation. Cependant, dès mars, avant même que le dernier chiffre d'inflation élevé ne soit connu, la BCB⁴ insistait sur le choc d'offre découlant de la guerre russo-ukrainienne dont elle estimait qu'il pourrait avoir des conséquences à long terme conduisant à des pressions inflationnistes plus persistantes.

Malgré des données plus favorables sur les comptes publics, le Comité de Politique Monétaire (COPOM) estimait en outre que les incertitudes concernant le cadre budgétaire maintenaient un risque élevé de désancrage des anticipations d'inflation (tout en estimant que ce risque était partiellement intégré dans les anticipations d'inflation, d'une part, et dans les prix des actifs utilisés dans ses modèles, d'autre part). Jugeant que les risques entourant le scénario d'inflation étaient asymétriques et haussiers, une hausse du Selic de 100 points de base (pb, à 11,75%) était décidée et un relèvement de même ampleur déjà annoncé pour la prochaine réunion de mai.

Le cycle de resserrement monétaire n'est certainement pas parvenu à son terme mais il s'en rapproche. En dépit de la multiplication des chocs et d'une inertie assez élevée de l'inflation, les anticipations d'inflation se sont redressées mais n'ont pas « dévié ». Selon le Market Readout de la BCB, elles situent l'inflation à 3,8% en 2023 : ce qui, au regard des chocs, témoigne de la crédibilité de la politique monétaire.

Enfin, alors que le FMI vient de réviser à la baisse les prévisions de croissance mondiale (qui se replierait de 6,1% en 2021 à 3,6% en 2022 et 2023 soit une baisse de, respectivement, 0,8 p.p. et 0,2 p.p. par rapport aux prévisions de janvier⁵), les perspectives pour l'Amérique latine (certes assez peu brillantes) ne s'assombrissent pas. Après 6,8% en 2021, la croissance régionale ralentirait vers 2,5% en 2022 et 2023 : elle échappe au « coup de rabot » que le FMI impose désormais partout en 2022 par rapport aux prévisions élaborées en début d'année. La région serait essentiellement touchée par l'inflation et le resserrement des politiques monétaires. Elle pourrait être affectée par la révision à la baisse de la croissance prévue en Chine et aux États-Unis : à, respectivement, 4,4% et 3,7% en 2022, ces rythmes restent honorables. Par ailleurs, si le Mexique voit sa prévision de croissance 2022 revue à la baisse (de 2,8% à 2%, après 4,8% en 2021), la croissance prévue pour le Brésil atteint 0,8% en 2022 : un ralentissement sévère au regard de 2021 (4,6%), mais une hausse de 0,5 p.p. par rapport à la prévision de janvier.



² « Inflation – Asie, Amérique latine, le poids de l'histoire et de l'isolement » – 31 mars 2022.

³ Le gouvernement a annoncé la fin de la majoration des tarifs de l'électricité imposée en août 2021 en raison de la faiblesse des précipitations imposant que les centrales thermiques (plus coûteuses) prennent le relais des barrages hydroélectriques. La majoration serait certes supprimée mais le tarif de base lui-même devrait prochainement augmenter.

⁴ Compte-rendu du comité de politique monétaire des 15-16 mars 2022 publié le 22 mars.

⁵ *World Economic Outlook* (avril 2022) dans l'introduction duquel le FMI prend soin de préciser ses hypothèses : le conflit reste confiné à l'Ukraine ; de nouvelles sanctions susceptibles d'être imposées contre la Russie épargnent le secteur de l'énergie (l'impact des décisions des pays européens de se « sevrer » de l'énergie russe et des embargos annoncés jusqu'au 31 mars 2022 est pris en compte dans le scénario de référence) ; les impacts sanitaires et économiques de la pandémie s'atténuent au cours de l'année 2022.

Moyen-Orient et Afrique du Nord

Koweït : gestion publique médiocre malgré la richesse pétrolière

Après une très mauvaise année 2020 où la récession avait atteint presque 9%, en raison de la double crise sanitaire et de la forte chute des prix du pétrole, le Koweït s'est redressé poussivement en 2021. La croissance du PIB ne devrait atteindre que 2,7% (les chiffres du quatrième trimestre ne sont pas encore connus), une performance assez médiocre pour un pays du Golfe. Porté par la très forte hausse du prix des hydrocarbures à 102 dollars le baril depuis le début de l'année 2022 et un léger assouplissement des contraintes de l'accord OPEP+ sur la production de pétrole, le pays va tirer un bénéfice élevé d'un double effet favorable sur les volumes exportés et les prix maintenus très haut.

Les tensions de marchés générées par la guerre en Ukraine ont provoqué ainsi, une hausse de 6,4% des volumes produits sur les premiers mois de 2022. Au total, la progression du PIB devrait donc atteindre 6% cette année.

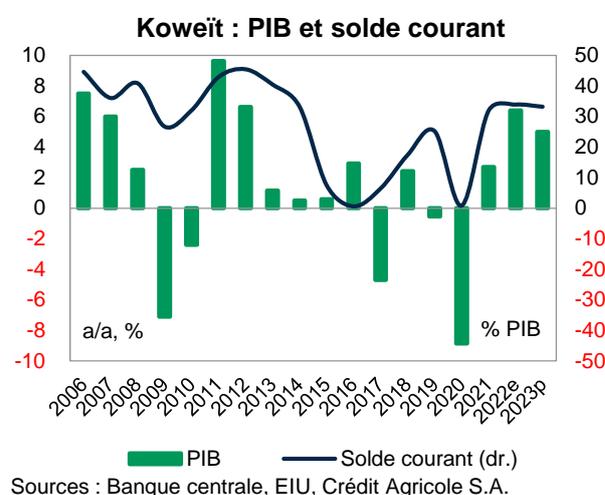
Ce mieux-être économique va fortement favoriser la balance des paiements et les excédents courants sont envisagés à 33% du PIB, l'un des ratios les plus élevés au monde.

Comme la plupart des pays de la région, les dirigeants n'ont pas élaboré de politique économique contra-cyclique visant à atténuer les effets de la chute des prix du pétrole.

En revanche, la gestion des finances publiques reste toujours aussi médiocre. Le redressement des prix

du pétrole depuis 2018 avait permis de réduire le déficit budgétaire, mais sans le faire disparaître. En 2022, le déficit budgétaire pourrait s'élever à 2% du PIB, une forte baisse par rapport aux -10% estimés en 2021. Le pays n'a jamais mis en place d'ajustements fiscaux. Des mesures telles que la baisse des subventions, la hausse de l'impôt sur les sociétés ou l'introduction d'une TVA sont envisagées, mais sans cesse repoussées pour ne pas affecter la population très attachée à la généreuse politique sociale de l'État.

Cet immobilisme fiscal a provoqué des dégradations de *rating* à A de la part des agences Moody's et S&P en 2020 et 2021.



Notre opinion – La forte corrélation entre le cours des hydrocarbures et les équilibres macro-économiques du pays est appelée à perdurer, car le pays est rentier et entend le rester. Aucune politique économique de diversification n'est à l'œuvre. Ce modèle économique n'est pas remis en cause, en raison de sa richesse par habitant et de ses réserves élevées. Les actifs du fonds souverain KIA (Kuwait Investment Authority) s'élèvent à 738 milliards de dollars, soit l'équivalent de cinq années de PIB (année 2021).

Maroc : forte révision à la baisse de la croissance du PIB en 2022

En ce début d'année 2022, les événements se succèdent et tous orientent les indicateurs d'activité à la baisse et les composantes de l'indice des prix à la hausse. Cela a provoqué une forte révision à la baisse de la croissance du PIB par le gouvernement marocain. Selon les dernières estimations, le PIB ne progresserait plus qu'entre 1,5% et 1,7%, au lieu de 3,2% dans les précédentes prévisions. Pour sa part, le FMI estime que la croissance s'établira à 1,1% en 2022.

Plusieurs raisons expliquent cette forte décélération de la croissance :

1 - La sécheresse. Elle affecte directement le PIB agricole, qui, selon les autorités, sera en récession de 10% en 2022. L'activité agricole représentant 15% du PIB marocain, l'impact

négatif sur PIB global peut donc être estimé à environ 1,5% de croissance en moins.

2 - Les conséquences de la guerre en Ukraine.

Le conflit Ukraine-Russie provoque, comme déjà évoqué à plusieurs reprises, des tensions sur les marchés internationaux des céréales et d'autres matières premières. Elle pourrait également affecter le tourisme.

3 - Le ralentissement de la croissance en Europe.

Alors que tous les organismes de prévisions revoient leurs estimations de croissance mondiale à la baisse, la corrélation de l'activité du Maroc avec celle de l'Espagne, de l'Italie et de la France, ses principaux partenaires commerciaux, est très élevée.

✓ **Notre opinion** – *Compte tenu des évaluations désormais plus précises de la récession de l'agriculture, nous allons réviser à la baisse notre prévision de croissance du PIB. Celle-ci devrait s'établir à 1,5% pour l'année 2022. Le Maroc devrait donc connaître une nouvelle année de déséquilibres externes, avec un déficit courant supérieur à la croissance du PIB. C'est un élément de fragilité supplémentaire à surveiller attentivement, compte tenu des aides du FMI en 2020.*

Europe centrale et orientale, Asie centrale

👉 La guerre en Ukraine accélère les négociations avec les Balkans occidentaux

Le dossier de l'ouverture des négociations pour le projet d'adhésion à l'UE des pays des Balkans occidentaux (hors Serbie qui est déjà dans le processus) gagne en intérêt depuis le déclenchement des hostilités de la Russie envers l'Ukraine.

Le dossier devient (peut-être enfin) plus stratégique et ce notamment en termes de coopération militaire. Il faut rappeler que l'Albanie, la Macédoine du Nord et le Monténégro sont d'ores et déjà membres de l'Otan et la collaboration se renforce à pas de géant depuis le déclenchement de la guerre. Cela est particulièrement vrai pour l'Albanie, dont les anciennes bases militaires de l'époque communiste servent de point de départ pour une modernisation et élargissement sous l'égide de l'Otan. Des projets d'envergure étaient déjà entamés, mais la menace russe ne fait que donner encore plus d'élan à l'aboutissement de ce projet sécuritaire qui représente plus de 50 millions d'euros.

Depuis quatre ans, les demandes d'ouverture des négociations à l'adhésion des pays des Balkans ont systématiquement été reportées, puisque l'idée de l'élargissement dans un contexte de sortie de l'UE du Royaume Uni n'était pas très vendeur auprès de l'électorat des pays développés. Une certaine fatigue et un détachement commençaient alors à gagner les opinions publiques, ainsi que les gouvernements, éloignant ainsi encore plus cette perspective des débats publics.

Le regain d'intérêt actuel vient précisément du gouvernement allemand, qui représente un allié de taille au regard de l'influence que le pays a dans les instances européennes. Le virage allemand est à mettre en lien directement avec la menace russe qui est désormais devenue très concrète. La stabilité d'une région historiquement très conflictuelle est désormais une priorité aux yeux des puissances

européennes. Par ailleurs, le gouvernement allemand s'est exprimé avec fermeté sur la conditionnalité de reconnaissance de l'indépendance du Kosovo pour l'adhésion de la Serbie.

La fragilité du système politique et de l'intégrité de territoire de la Bosnie-Herzégovine inquiètent également l'Europe. Le rapprochement historique de la Serbie avec la Russie, ainsi que ses positions très favorables aux Russes dans le contexte actuel réveillent les vieux démons des pays balkaniques où la moindre étincelle peut provoquer un feu.

Du point de vue des pays demandeurs, une importante carte est à jouer : l'adhésion serait une sorte de récompense ou une monnaie d'échange aux efforts fournis pour l'Otan. Pour les populations, cela serait un réel détachement des divers influences turques, chinoises, russes et une concentration des mentalités vers l'Ouest.

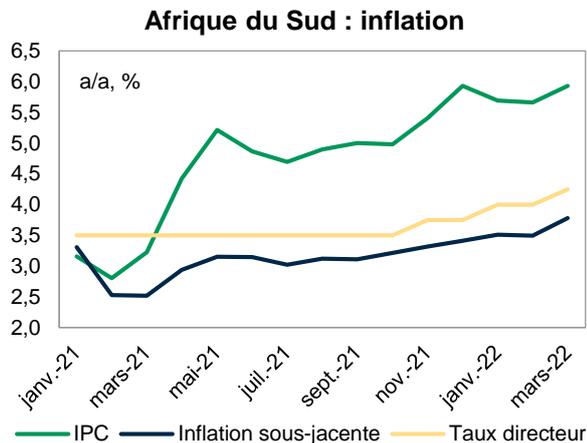
Au final, le contexte de guerre en Europe, ne fait que rappeler l'intérêt stratégique que l'UE a pour ses propres frontières géographiques en tant que continent. Les « prédateurs » sont très nombreux dans cette région allant de la Russie à la Chine en passant par la Turquie. Les exigences institutionnelles, ou économiques sont loin d'être réunies pour que les pays demandeurs puissent justifier une adhésion rapide. Néanmoins, les intérêts stratégiques justifient amplement une ouverture des négociations et une accélération des processus. Ce sont des petits pays qui peuvent rapidement être modernisés dans tous les domaines avec quelques financements et de l'assistance technique.

Les Balkans resteront toujours le talon d'Achille de l'Europe tant qu'ils ne seront pas tous membres de la grande et même famille européenne.

Afrique sub-saharienne

Afrique du Sud : la hausse des prix reprend sa progression

La hausse des prix sur un an en Afrique du Sud a atteint en mars 5,9%, contre 5,7% en février. L'inflation dans le pays retrouve son niveau élevé de décembre dernier. Entre février et mars, les prix ont augmenté de 1%. L'inflation sous-jacente atteint quant à elle 3,8%.



Les prix alimentaires, en hausse de 6,2% sur un an, contribuent à hauteur de 1,1 point de pourcentage à l'inflation au mois de mars. De même, l'effet des prix énergétiques se retrouvent en particulier dans la composante transport (+15,7% a/a), dont la contribution à la hausse de l'indice des prix est de 2,1 points de pourcentage. L'inflation se situe donc principalement dans les prix des biens, à 8,7% sur un an, tandis que les prix des services enregistrent une progression plus contenue, à 3,4% sur un an.

À noter également qu'au-delà de ces composantes volatiles et largement affectées par l'environnement international, la composante du logement et des charges (*utilities*) contribue pour 1,2 point au taux d'inflation du mois de mars, avec une augmentation des prix de 4,8% sur un an. La progression de

l'inflation sous-jacente de 0,8% entre février et mars est d'ailleurs largement le reflet du fait que les prix du logement font partie de ceux que l'institut statistique sud-africain relève de façon trimestrielle, en l'occurrence en mars.

Ces chiffres de l'indice des prix sud-africain, conformes aux attentes du consensus, confirment le maintien de l'inflation tout en haut de la fourchette cible de la *Reserve Bank* d'Afrique du Sud (entre 3% et 6%). Lors de sa dernière réunion fin mars, le comité de politique monétaire avait relevé de 25 points de base son taux directeur, ce qu'il a fait lors de chacune de ses trois dernières réunions depuis novembre dernier.

Deux des cinq membres du comité avaient, cependant, en mars voté en faveur d'une hausse plus agressive de 50 points de base. Le soutien du rand apporté par le contexte international qui favorise les prix des matières premières exportées par l'Afrique du Sud a laissé une certaine marge de manœuvre au comité, alors que les anticipations d'inflation restaient ancrées, malgré l'atteinte de la limite de la cible.

En mars et avec de nouvelles hypothèses intégrant les conséquences du conflit en Ukraine, la *Reserve Bank* prévoyait d'ailleurs que l'inflation en moyenne annuelle pour 2022 reste dans la cible, à 5,8%, avant 4,3% l'année suivante. Dans le même temps et à mesure que la hausse des composantes de prix volatiles se transmettent au reste de l'économie, l'inflation sous-jacente devrait s'établir à 4,2% pour cette année, puis à 5% en 2023.

Une nouvelle hausse de taux est néanmoins probable lors de la prochaine réunion de mai, sous l'effet de la double contrainte de la hausse des prix domestiques qui s'intensifient et du resserrement monétaire global qui accroît la pression sur le rand.

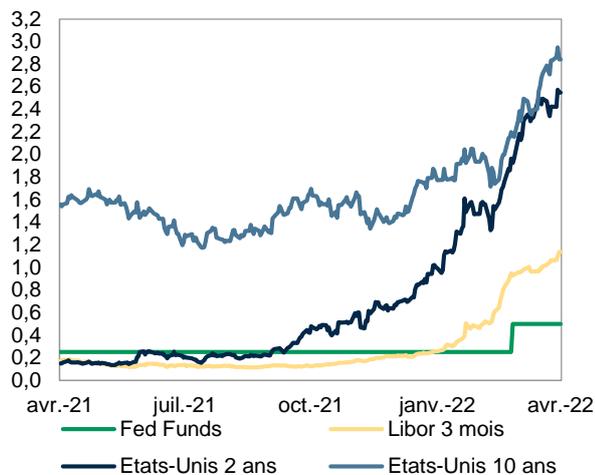
Notre opinion – Dans ses nouvelles prévisions publiées cette semaine, le FMI a revu à la baisse de 0,3 point la croissance de l'Afrique du Sud pour 2022, à 1,9%. Le taux précédent reflétait d'ailleurs déjà un retour à une croissance relativement faible dans le pays, contraint par une croissance potentielle estimée par la banque centrale à seulement 0,8% pour 2022.

Les défis domestiques demeurent nombreux en Afrique du Sud. Les récentes inondations dans le KwaZulu-Natal, qui ont fait plus de 400 morts, s'y ajoutent. De nombreuses infrastructures liées au port de Durban, principal point d'entrée et de sortie du commerce du pays, ont été significativement affectées. Le fonctionnement du port est cependant désormais rétabli, mais les perturbations à court terme devraient peser à la marge sur les échanges extérieurs du pays.

Tendances à suivre

Taux d'intérêt en dollar américain

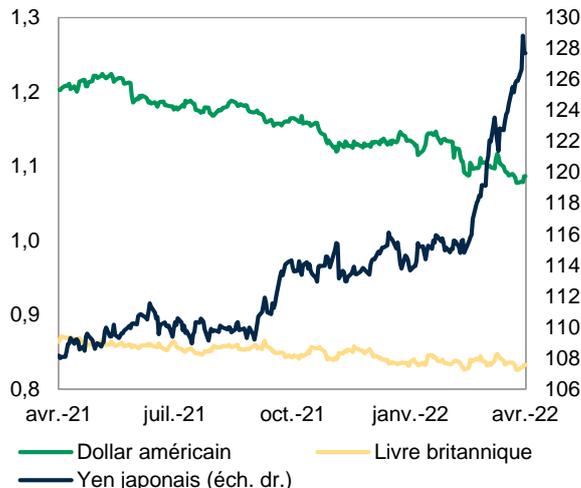
%, interbancaire (Londres) et souverains (États-Unis)



Source : Thomson Reuters

Taux de change des principales devises

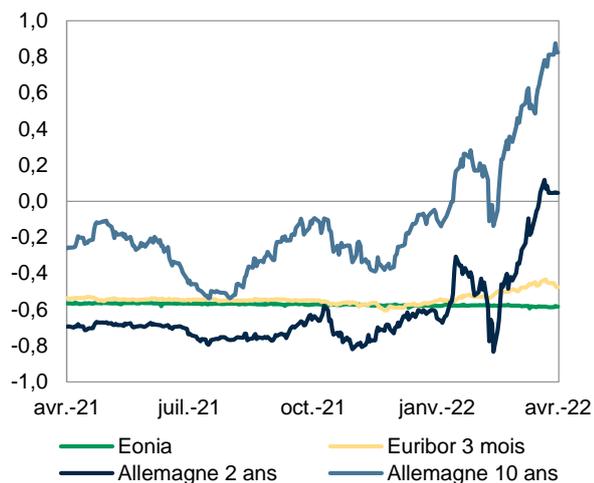
EUR/USD, EUR/GBP et USD/JPY



Source : Thomson Reuters

Taux d'intérêt en euro

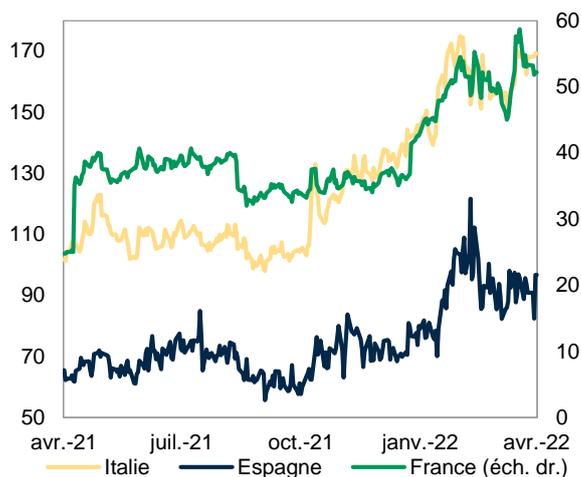
%, interbancaires (Londres) et souverains (Allemagne)



Source : Thomson Reuters

Spreads souverains européens avec le Bund

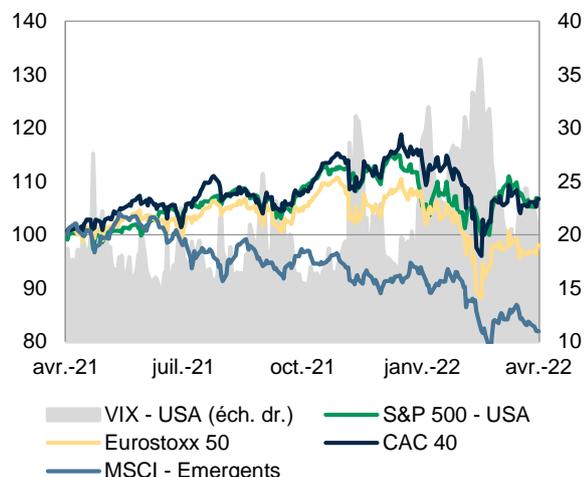
Pdb, dette en EUR à dix ans



Source : Thomson Reuters

Marché actions

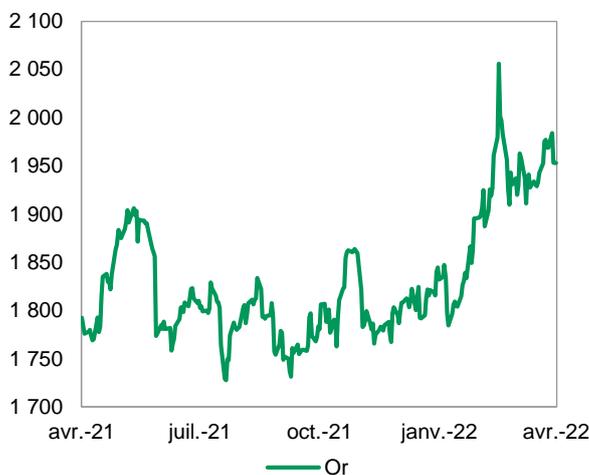
Indice boursiers (100 = début de période) et volatilité VIX



Source : Thomson Reuters

Cours de l'once d'or

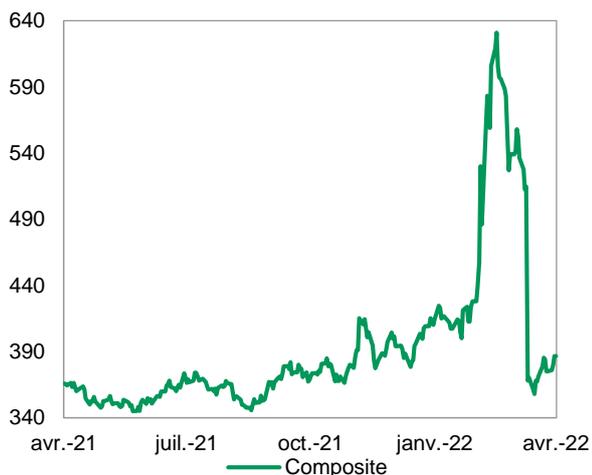
USD/Once troy (Londres)



Source : Thomson Reuters

Spreads souverains émergents avec le T-Bond

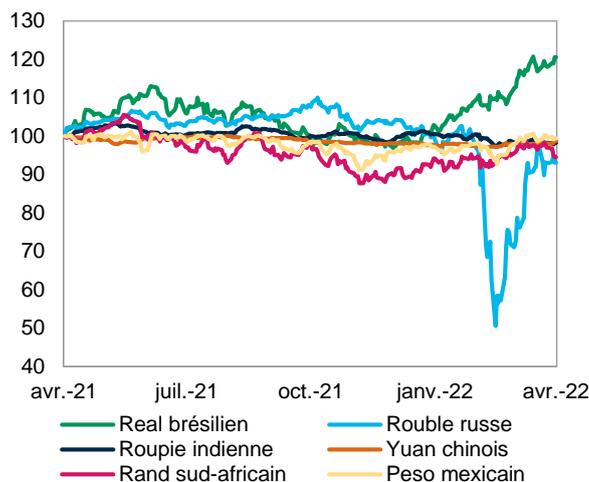
Indices EMBI+ (pdb, dette en USD de plus d'un an)



Source : JP Morgan

Devises émergentes

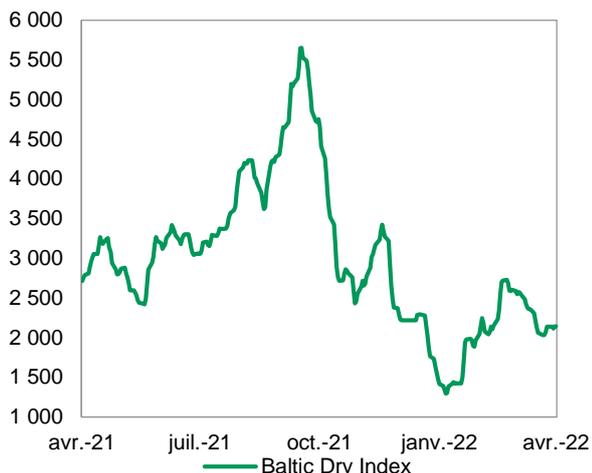
/USD (indice 100 = début de période)



Source : Thomson Reuters

Coût du transport maritime de vrac sec

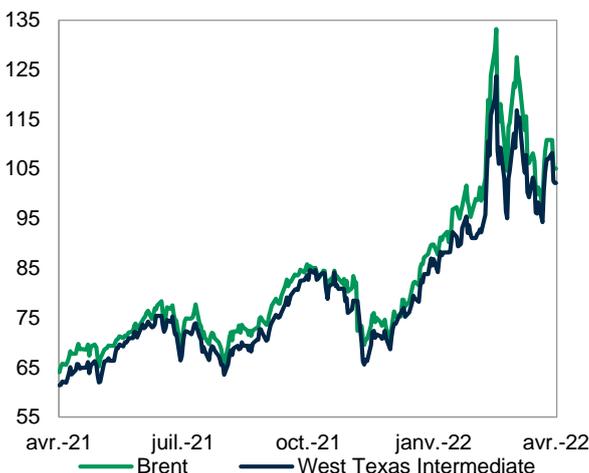
Baltic Dry Index (USD/point)



Source : Baltic Exchange

Cours du baril de pétrole brut en USD

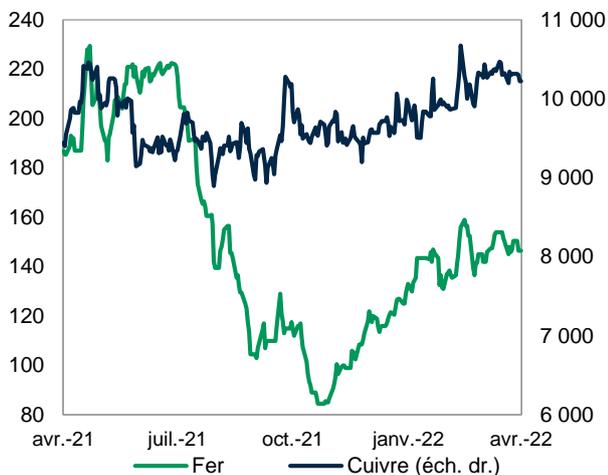
Brent (mer du Nord) et WTI (golfe du Mexique)



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
22/04/2022	<u>Zone euro – Scénario 2022-2023 : un triple choc</u>	Zone euro
21/04/2022	<u>Le microbiote ouvre la voie à de nouvelles approches thérapeutiques</u>	Sectoriel, santé
21/04/2022	<u>Mexique – "Que personne n'oublie que c'est le peuple qui commande"...</u>	Amérique latine
20/04/2022	<u>Parole de banques centrales – BCE : la sagesse c'est adapter ses convictions à l'évidence</u>	Union européenne
20/04/2022	<u>Royaume-Uni – L'inflation, toujours plus étendue, toujours plus forte</u>	Royaume-Uni
19/04/2022	<u>France – Scénario 2022-2023 : une reprise sous tension</u>	France
15/04/2022	<u>Monde – L'actualité de la semaine</u>	Monde
14/04/2022	<u>Les investissements directs étrangers dans les pays émergents</u>	Monde
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

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 LÉBOUGRE (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 : Véronique CHAMPION – 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.