

Perspectives

Hebdomadaire – N°22/149 – 29 avril 2022

MONDE – L'actualité de la semaine

☞ Tracer sa route entre inflation et récession !	2
☞ France : stagnation du PIB au T1 et nouvelle hausse de l'inflation en avril.....	3
☞ Zone euro : une croissance sous le joug de l'épidémie, de l'inflation et de la guerre en Ukraine.....	4
☞ Allemagne : toujours plus d'incertitudes planent sur l'industrie	4
☞ Italie : recul du PIB au T1	5
☞ Espagne : un plafond au prix du gaz accordé par l'UE.....	6
☞ Indonésie : la guerre en Ukraine intensifie la crise de l'huile de palme	8
☞ Oman : des améliorations macro-économiques grâce au redressement de la rente pétrolière.....	10
☞ Côte d'Ivoire : la croissance demeure soutenue malgré les tensions domestiques et externes	11

👉 Tracer sa route entre inflation et récession !

Cette semaine a été caractérisée par de nouvelles inquiétudes (et par conséquent davantage de volatilité) sur les marchés financiers mondiaux, avec des publications de résultats d'entreprises mitigés, les craintes d'un confinement massif de Pékin, avec pour corollaire de nouvelles secousses attendues sur la croissance mondiale, et l'attente des prochains resserrements de politiques monétaires aux États-Unis, en zone euro et au Royaume-Uni. À ces préoccupations s'est ajoutée la montée des tensions entre Moscou et l'Europe, après l'arrêt de l'approvisionnement russe en gaz de la Pologne et de la Bulgarie, en réaction à leur refus de payer en roubles leurs livraisons. Une menace qui pourrait s'étendre à d'autres clients, faisant bondir le prix du gaz en Europe de 11% sur la seule journée de mardi, alimentant une inflation déjà élevée.

Aux États-Unis, le PIB s'est contracté de 1,4% en taux annualisé au premier trimestre de l'année (/ T4-2021), surprenant le consensus qui tablait sur +1,1%, après un rythme soutenu de +6,9% au T4. Ce recul inattendu s'explique essentiellement par des effets de déstockages et le creusement du déficit extérieur alors que la demande domestique (dépenses de consommation et investissement productif) a nettement accéléré durant le trimestre. Ces résultats en demi-teinte ont pu être interprétés par certains comme les prémices d'une *stagflation* alors que la consommation demeure robuste et n'a en rien été freinée par le niveau élevé de l'inflation. Les fortes hausses de salaires et les excédents d'épargne accumulés continuent en effet de soutenir les dépenses des ménages. Par ailleurs, les inscriptions hebdomadaires au chômage ont chuté pour s'établir à 185 000 demandes cette semaine, confirmant de nouveau la robustesse du marché du travail. La hausse des taux directeurs de la Fed, attendue la semaine prochaine, sera par conséquent savamment pesée pour tenter de maîtriser l'inflation sans prendre le risque de freiner la croissance.

En zone euro, le PIB a ralenti à +0,2% en variation trimestrielle au T1, après +0,3% au T4, freiné par l'épidémie, les pressions inflationnistes croissantes et les premiers effets de la guerre en Ukraine. La demande intérieure semble avoir plutôt bien résisté tandis que la demande extérieure aurait pesé sur la croissance. L'inflation au mois d'avril a atteint un nouveau record de +7,5% sur un an tandis que l'inflation sous-jacente, hors prix des denrées alimentaires et des carburants, est passée de +3,4% à +3,9%. Une situation qui pousse les investisseurs à anticiper un resserrement plus rapide de la politique monétaire, misant dorénavant sur trois hausses de 25 points de base d'ici la fin de l'année alors que la Banque centrale européenne continue d'insister sur le fait qu'elle ne relèverait ses taux qu'après la fin de son programme d'achat de

titres prévue au troisième trimestre, ce qui laisserait peu de temps pour un tel resserrement monétaire. Il faudra encore patienter jusqu'à la prochaine réunion de politique monétaire de juin pour disposer d'une meilleure visibilité sur le calendrier de ce premier relèvement de taux.

De son côté, la *Bank of England* s'apprête à relever la semaine prochaine son taux directeur pour la troisième fois depuis le début de l'année. Une démarche proactive qui pourrait s'accompagner dans les prochains mois de la revente des titres accumulés à son bilan depuis 2009, une nouvelle étape dans le retrait du soutien monétaire apporté à l'économie. Cependant, cet empressement dans le resserrement monétaire fait également courir le risque d'une hausse certes rapide des taux mais assez peu efficace pour juguler l'inflation (essentiellement énergétique) tandis qu'elle pourrait précipiter le pays en récession.

La *Bank of Japan* a en revanche confirmé le maintien de sa politique ultra-accommodante et sa volonté de conserver des taux durablement très bas, en poursuivant ses rachats massifs d'obligations d'État à 10 ans, l'inflation atteignant à peine 2% au mois d'avril, loin des pressions inflationnistes enregistrées en Europe et outre-Atlantique.

Dans ce contexte, les marchés mondiaux sont globalement restés averses au risque. Les bourses ont accusé des pertes modérées en début de semaine avant de se reprendre légèrement vendredi. L'indice *Eurostoxx 50* termine ainsi sur une perte de 0,6% tandis que le *S&P 500* gagne 0,4%.

Sur les marchés des taux, les rendements des obligations américaines et allemandes de maturité 10 ans ont respectivement baissé de 1 et 6 points de base, tandis que les primes de risque espagnole et surtout italienne se sont écartées de 6 et 13 points de base par rapport au Bund allemand.

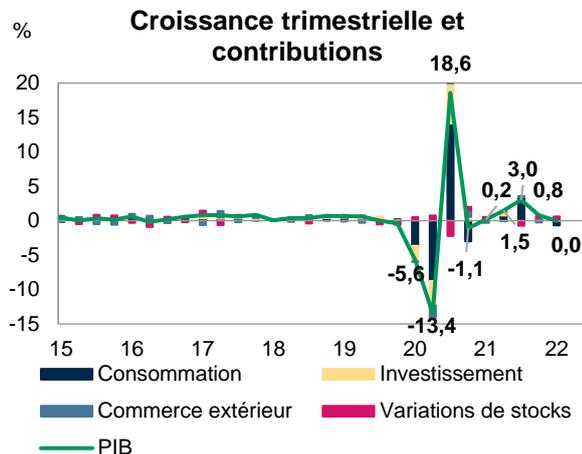
Sur le marché des changes, la devise européenne s'est dépréciée de 2,3% face au dollar en lien avec les anticipations de hausse des taux américains la semaine prochaine.

Enfin, le prix du baril de pétrole de mer du Nord est longtemps resté orienté à la baisse sur fond de craintes d'un ralentissement marqué de l'activité chinoise, toujours aux prises avec l'épidémie, avant de se reprendre en fin de semaine pour finir sur une hausse de 2,4%, l'anticipation d'une baisse de l'offre russe prenant finalement le dessus.

Zone euro

France : stagnation du PIB au T1 et nouvelle hausse de l'inflation en avril

Après avoir connu une période de croissance dynamique au second semestre 2021, le PIB est stable au premier trimestre 2022 (+0% par rapport au T4 2021). L'acquis de croissance pour 2022 s'établit ainsi à +2,4%.

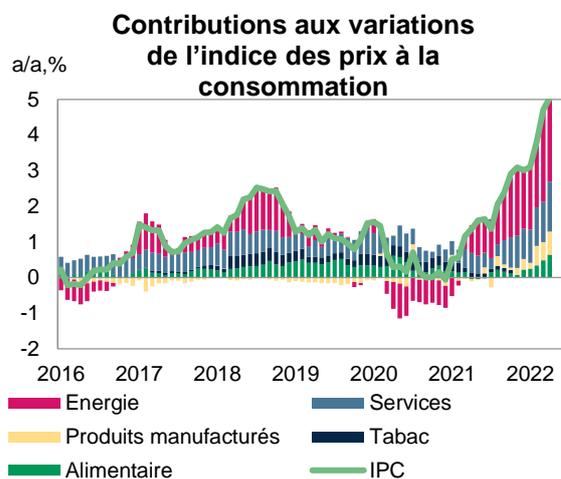


Source : Insee, Crédit Agricole SA ECO

La demande intérieure recule avec une contraction de 1,3% de la consommation des ménages, qui repasse sous son niveau d'avant-crise, et de 1,1% de l'investissement des ménages. Les pressions inflationnistes en hausse depuis le début de l'année et exacerbées par la guerre entre l'Ukraine et la Russie pèsent sur la confiance des ménages, sur le pouvoir d'achat (car les salaires ne suivent pas l'accélération de l'inflation) et *in fine* sur la demande.

L'investissement des entreprises reste dynamique. Le commerce extérieur contribue positivement à la croissance avec une progression plus rapide des exportations que des importations. Les variations de stock contribuent également positivement à la croissance à hauteur de 0,4 point au premier trimestre.

Les pressions inflationnistes devraient rester très soutenues jusqu'au troisième trimestre et continueront donc à peser sur la consommation dans les mois à venir. Après avoir atteint 4,5% en mars, l'inflation s'établit à 4,8% sur un an en avril. Les prix de l'énergie ralentissent légèrement par rapport au mois dernier mais la hausse des coûts de production continue à se répercuter sur les prix de vente dans les services et l'alimentation notamment.



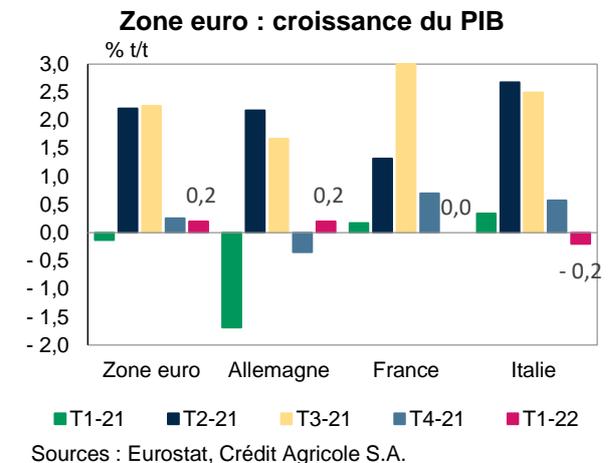
Source : Insee, Crédit Agricole SA ECO

Notre opinion – Notre prévision de croissance s'établissait à +0,2% pour le premier trimestre et était donc légèrement supérieure à la première estimation de l'Insee. Un risque baissier pèse donc sur nos prévisions de croissance pour 2022. En particulier, le recul de la consommation des ménages est plus marqué qu'attendu. La confiance des ménages est à nouveau en recul au mois d'avril et l'inflation devrait rester élevée jusqu'au troisième trimestre participant ainsi à l'érosion du pouvoir d'achat. Notre prévision de consommation pour l'ensemble de 2022 pourrait ainsi être revue à la baisse. De plus, la hausse du niveau des prix et l'incertitude inciteraient les ménages à maintenir une épargne de précaution importante malgré la mise en place du plan de résilience qui devrait coûter environ 30 Mds € aux finances publiques en 2022. Si l'investissement des entreprises est jusqu'à présent resté dynamique, un certain attentisme face à la remontée des taux et face à la hausse de l'incertitude liée au conflit en Ukraine n'est pas non plus à exclure. Notons toutefois qu'après une baisse en mars suite au déclenchement de la guerre en Ukraine, le climat des affaires s'est redressé au mois d'avril selon les enquêtes PMI d'IHS Markit. Pour en savoir plus, retrouvez notre flash PIB paru ce jour : [France – Conjoncture, Flash PIB : stagnation du PIB au premier trimestre 2022](#)

Zone euro : une croissance sous le joug de l'épidémie, de l'inflation et de la guerre en Ukraine

Le PIB de la zone euro a augmenté de 0,2% en variation trimestrielle au T1 (conformément à notre prévision) après +0,3% au trimestre précédent. Ce ralentissement de l'activité reflète le poids de l'épidémie, encore très présente au premier trimestre, mais aussi, les effets de la hausse des prix des matières premières et de la guerre en Ukraine. En Allemagne, le produit intérieur brut a augmenté de 0,2% au T1 (/T4 2021), plus favorablement qu'attendu grâce aux investissements, tandis que les exportations nettes ont retiré quelques dixièmes de point à la croissance. En France, le PIB a stagné au T1 (légèrement inférieur aux attentes), en raison d'un recul marqué de la consommation des ménages tandis que la formation brute du capital fixe a soutenu plus modestement la croissance qu'au trimestre précédent. L'Italie enregistre quant à elle une contraction de 0,2% (conforme aux anticipations) également affectée par les effets des mesures sanitaires mais aussi certainement par la guerre en Ukraine qui plombe les perspectives industrielles. C'est en effet

la demande extérieure qui a tiré la croissance à la baisse tandis que la demande intérieure a continué d'augmenter au T1.

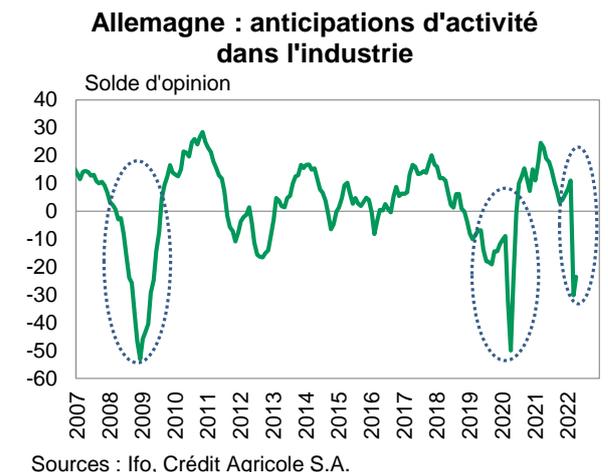


Notre opinion – La croissance en zone euro ralentit, toujours affectée par les effets du coronavirus mais aussi les pressions inflationnistes croissantes et les conséquences de la guerre en Ukraine. À ce stade, la croissance résiste plutôt bien grâce à la solidité de la demande intérieure mais la demande extérieure pourrait se dégrader davantage dans les mois qui viennent avec des exportations industrielles plus impactées en Allemagne et en Italie.

Allemagne : toujours plus d'incertitudes planent sur l'industrie

L'indice allemand du climat des affaires ne s'est relevé que partiellement au mois d'avril, atteignant 91,8 points contre 90,8 points le mois précédent. Ce modeste rebond provient du redressement des activités de services tandis que les activités dans l'industrie reculent plus modérément. Les anticipations à six mois se révèlent moins pessimistes qu'en mars dans ces deux secteurs mais l'industrie demeure toujours plus affectée par la dégradation de l'environnement économique. Ce niveau extrêmement bas des anticipations à six mois dans l'industrie coïncide avec des niveaux connus lors des crises économiques passées, ce qui fait craindre une contraction de l'économie allemande au prochain trimestre. Les entreprises allemandes estiment en effet que les conséquences de la guerre en Ukraine pèseront nécessairement davantage sur leurs carnets de commandes, d'autant que le risque d'embargo sur le pétrole et le gaz russe ne cesse de croître. Une telle éventualité se traduirait non seulement par un renchérissement des coûts de l'énergie mais aussi par un rationnement en gaz, particulièrement délicat pour les entreprises industrielles dont

certaines pourraient être mises à l'arrêt. Par ailleurs, le plongeon de la production automobile de mars (-25% sur un an) révèle les difficultés persistantes d'un secteur clé du pays.

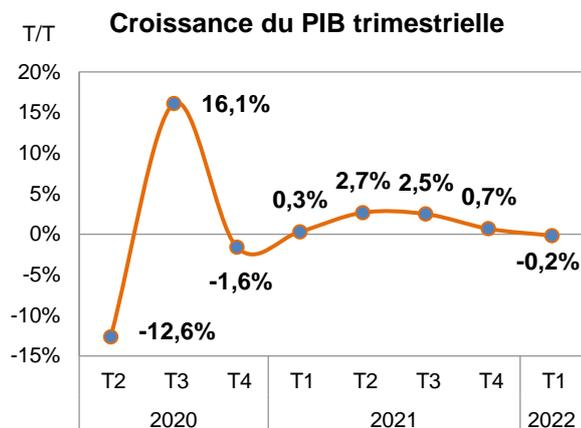


Notre opinion – Le climat des affaires se redresse faiblement au mois d'avril sous l'effet du rebond des anticipations d'activité dans les services. Néanmoins, les anticipations d'activité dans l'industrie demeurent alarmantes et font craindre un repli de l'activité au T2. Les risques de pénuries s'intensifient avec la résurgence de la pandémie en Chine et l'escalade de la guerre en Ukraine, se traduisant par des tensions importantes sur les prix dans les mois à venir. L'épée de Damoclès que constitue une possible rupture dans

l'approvisionnement gazier russe, ajoute de l'incertitude sur la capacité des industries à surmonter cette nouvelle crise rapidement et sans heurts.

Italie : recul du PIB au T1

L'estimation préliminaire du PIB italien révèle une légère contraction de l'activité au premier trimestre 2022. Après quatre trimestres de croissance soutenue, le PIB a reculé de 0,2% par rapport au trimestre précédent, pénalisé par une baisse de la valeur ajoutée dans les services. La production du secteur primaire a quant à elle légèrement augmenté tandis que la valeur ajoutée dans l'industrie a stagné. L'acquis de croissance pour l'année 2022 reste important, estimé à 2,2%.



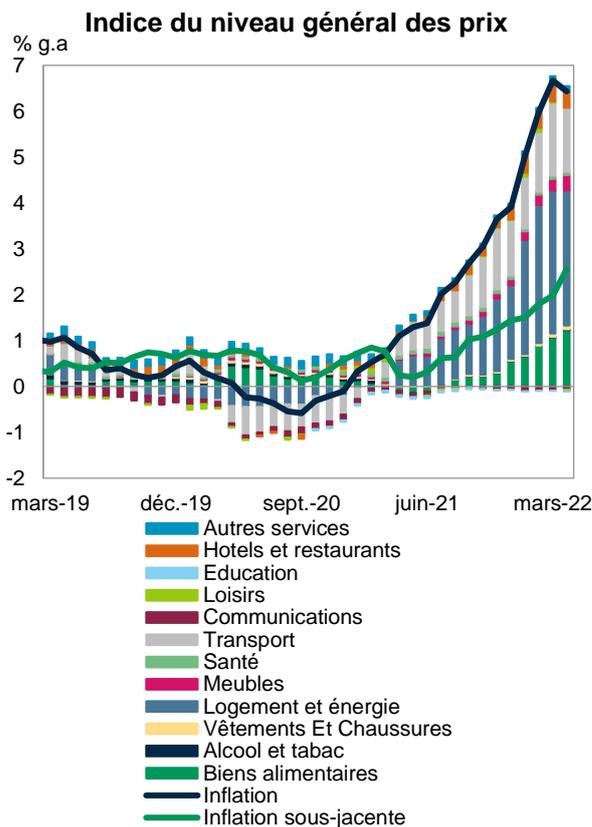
Source : Istat, Crédit Agricole S.A.

L'inflation poursuit sa dynamique ascendante. Le niveau général des prix a de nouveau augmenté en avril de 0,4% par rapport à mars. L'inflation annuelle reste donc au-dessus de 6%, à 6,2%. La légère décélération observée s'explique par un ralentissement des prix des biens énergétiques (de +50,9% en mars à +42,4%), dont les deux sous-catégories des biens réglementés et des biens non réglementés pour lesquelles la croissance baisse légèrement en avril (de +94,6% en mars à +71,4% en avril et de +36,4% à +31,7%).

Le tassement de la croissance des biens énergétiques masque cependant un renforcement de l'effet de contagion aux autres catégories de biens. L'inflation des biens alimentaires transformés (de +3,9% à +5,4%), mais également des biens durables (de +1,6% à +2,2%), des biens non durables (de +1,3% à +2,1%) et des prix des services liés aux transports (de +1,0% à +5,1%) s'est accélérée. Par conséquent, l'inflation sous-jacente a augmenté en avril passant de +1,9% à +2,5%.

Dans l'ensemble, la confiance résiste, en particulier celle des entreprises, preuve que les agents économiques ont intégré l'environnement chargé d'incertitude. L'indice de confiance des entreprises s'est légèrement amélioré en avril bien que cette évolution positive masque des disparités sectorielles. La construction continue de se

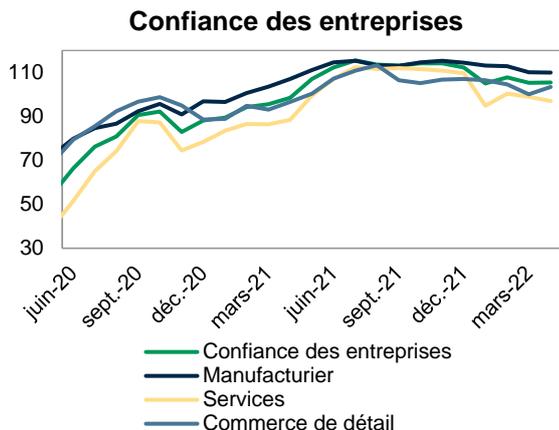
démarrer par son optimisme avec un indice passant de 160,1 à 160,6, soit le plus haut niveau depuis le début de la série en 2000. La confiance dans le secteur manufacturier reste quant à elle stable de 110,1 à 110,0. Toutes les composantes de la confiance s'améliorent à l'exception des anticipations de commandes qui reculent aussi bien sur le marché domestique qu'à l'exportation. La situation en ce qui concerne les contraintes sur l'offre reste cependant encore préoccupante. Sur le trimestre, pour 53,3% des entreprises, les obstacles à l'activité productive sont les principaux freins à l'expansion de leur activité tandis que 22% mettent en avant l'insuffisance de matériaux. La confiance s'est améliorée dans le commerce de détail, l'indice progressant de 100,1 à 103,4, tandis qu'elle se détériore dans les services marchands.



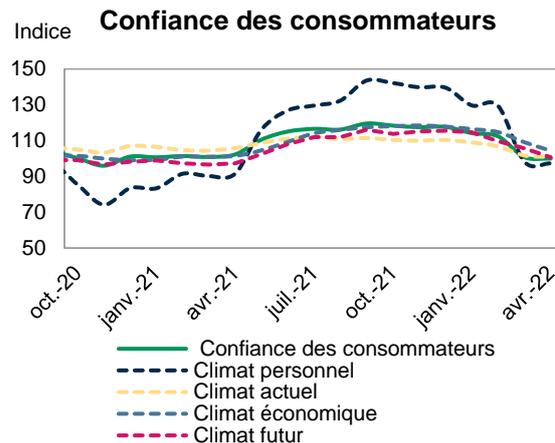
Source : Istat Crédit Agricole S.A.

Les anticipations des consommateurs sont moins réjouissantes et enregistrent un recul pour le quatrième mois consécutif. Après le décrochage de l'indice en mars, qui perdait plus de 12 points par rapport à février, ce dernier diminue de nouveau en avril (de 100,8 à 100) pour atteindre sa plus faible valeur depuis novembre 2020. Les ménages perçoivent une forte dégradation du climat actuel dont l'indice passe de 105,7 à 100,8 et qui influe sur leur climat personnel (de 101,7 à 100,9). Mais,

contrairement à mars, les ménages ont revu légèrement à la hausse leurs attentes concernant le climat futur (de 93,5 à 98,9).



Source : Istat; Crédit Agricole S.A.



Source : Istat; Crédit Agricole S.A.

☑ Notre opinion – L'estimation préliminaire du PIB est légèrement meilleure que ce qui était attendu avec une croissance de -0,2% contre une prévision de -0,3% dans notre scénario d'avril et de -0,5% pour la DEF. Le rebond de la production industrielle en février, pour laquelle l'acquis était fortement négatif en janvier, a limité le recul de la valeur ajoutée industrielle. Les entreprises notamment dans le secteur manufacturier sont encore résilientes en dépit des fortes contraintes qui pèsent sur l'offre (hausse des coûts, problèmes d'approvisionnement). La forte inflation semble davantage pénaliser les activités de services encore fragilisées par la période de Covid-19. Dans un contexte où la hausse des prix rogne le revenu disponible réel, ce sont ces dépenses à forte élasticité qui pâtissent de l'arbitrage des ménages.

👉 Espagne : un plafond au prix du gaz accordé par l'UE

Mardi, la Commission européenne a donné son accord à la proposition espagnole et portugaise de limiter les prix du gaz et du charbon qui alimentent les centrales de production d'électricité, et ainsi de baisser de 40% la facture d'électricité des consommateurs espagnols (ceux qui ont un tarif réglementé). Deux changements sont apportés à la proposition ibérique originale : le plafond du gaz ne sera pas de 30 euros mais de 50 en moyenne sur l'année où la mesure sera en vigueur, et le prix péninsulaire de l'électricité sera le même que celui appliqué pour les échanges avec le reste de l'UE, via la France.

L'accord de Madrid et de Lisbonne avec Bruxelles repose sur deux éléments fondamentaux. Le premier permet de limiter le prix du gaz et du charbon pour les centrales électriques à 40 euros par MWh dans les premières semaines, soit 10 euros de plus que ce qui était initialement

proposé par les gouvernements péninsulaires. L'exécutif communautaire exige que le plafond soit ensuite augmenté progressivement, jusqu'à atteindre 50 euros en moyenne sur les 12 mois au cours desquels ce mécanisme d'urgence sera actif. Le gaz naturel coûte aujourd'hui 80 euros sur le Mibgas, le marché ibérique.

La deuxième partie du pacte est l'une de celles qui ont suscité le plus de divergences entre Madrid et Lisbonne et la Commission européenne, et à laquelle les capitales ont fini par céder : il n'y aura pas de double prix, un pour les consommateurs de la Péninsule et un autre pour ceux de l'extérieur, en particulier les Français, comme l'avait suggéré le premier texte envoyé à Bruxelles. Ce sera le même prix pour tout le monde, les Français bénéficieront donc également de l'énergie subventionnée produite en Espagne et au Portugal.

☑ Notre opinion – Fin mars, le président du gouvernement espagnol, Pedro Sánchez, et le Premier ministre portugais, António Costa, ont obtenu l'approbation politique du Conseil européen pour un mécanisme qui leur permettrait, s'abritant derrière leurs faibles interconnexions avec le reste du continent et leur part élevée d'énergies renouvelables, d'appliquer une réglementation spécifique et temporaire pour faire baisser le prix des factures, qui explose depuis des mois. Mais ce premier accord-cadre nécessitait encore des mesures concrètes. Cette première spécification fondamentale du pacte contribuera à dissocier le prix de l'électricité de celui du gaz.

Le point le plus controversé est celui qui permettra de plafonner le prix du combustible qui alimente les centrales à cycle combiné et de cogénération. Le résultat de ce mécanisme, en prenant comme référence

les 50 € en moyenne qui seront payés pendant toute sa durée de mise en œuvre, donne un prix journalier moyen du mégawatt-heure d'électricité d'environ 130 ou 140 €, selon les estimations du gouvernement. Ce chiffre est non seulement inférieur de moitié à la moyenne de 283 € de mars, mais aussi nettement inférieur au plafond de 180 € pour le marché de gros que le gouvernement de Pedro Sánchez envisageait de proposer au Conseil européen de mars, ce qu'il n'a finalement pas fait en raison des réticences exprimées par les pays du nord de l'Union, réfractaires à des mesures de ce type.

Le marché de gros espagnol est basé sur un système marginaliste des prix, où les dernières technologies qui rentrent dans le pool des enchères (généralement le gaz) définissent l'ensemble des prix. Ainsi, le prix du gaz, qui s'est vu multiplié par cinq depuis l'été dernier, a entraîné une augmentation généralisée du prix de la facture de l'électricité en Espagne. Le plafond accordé cette semaine devrait contribuer à contenir les pressions inflationnistes issues de ce système.

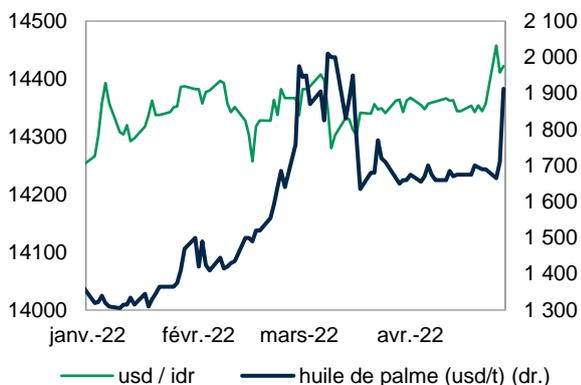
Pays émergents

Asie

Indonésie : la guerre en Ukraine intensifie la crise de l'huile de palme

Les marchés se sont emballés cette semaine, après que le gouvernement indonésien a annoncé le 22 avril un embargo surprise sur les exportations d'huile de palme, dont le pays est – de loin – le premier exportateur mondial. La tonne s'échangeait ainsi au-dessus de 1 700 dollars à la bourse de Kuala Lumpur, tandis que la roupie indonésienne, pourtant relativement épargnée par les pressions sur les devises émergentes, dépassait les 14 400 roupies pour un dollar.

Indonésie : huile de palme et change



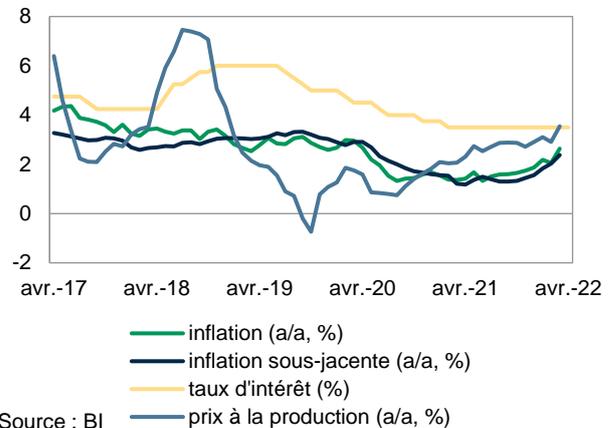
Source : Reuters, Datastream

Le cours de l'huile de palme avait déjà commencé à augmenter avant le conflit, mais s'est envolé en mars, en raison du blocage des exportations ukrainiennes d'huile de tournesol. En janvier, le gouvernement avait déjà imposé aux producteurs de réserver 20% de leur production au marché intérieur et instauré un blocage des prix, quota porté à 30% en mars puis remplacé par une taxe sur les exportations. Mais à l'approche de la fin du Ramadan et de ses célébrations, durant lesquelles la demande en huile de cuisine augmente fortement, le président Joko Widodo n'a souhaité prendre aucun risque et décrété l'embargo. Il souhaite que l'huile de cuisine se stabilise autour de 14 000 roupies par litre, un niveau 30% inférieur à son prix actuel.

Une inflation contrôlée grâce aux subventions

Comparativement au reste du monde, les pressions inflationnistes sont restées contenues en Indonésie. La hausse de l'indice des prix a accéléré, passant de 2,1% en février à 2,6% en mars, un niveau très proche de celui de l'inflation sous-jacente (2,4% en mars), qui reste dans la cible de la banque centrale (3% ±1%) et avait permis à cette dernière de ne pas relever son taux directeur (4%) malgré le resserrement monétaire américain.

Inflation et taux d'intérêt

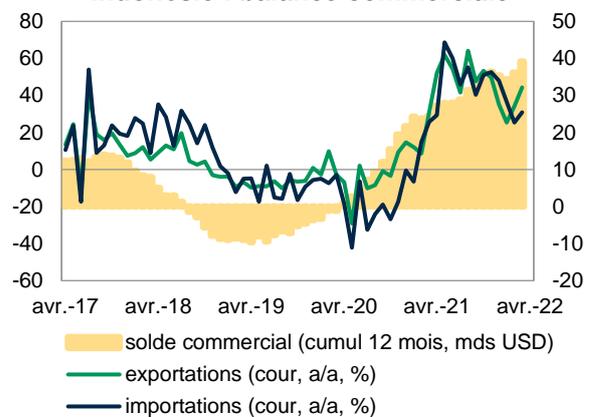


Source : BI

Mais ce résultat est en réalité dû à une politique de subventions et de contrôle des prix, tant sur l'énergie (charbon, pétrole), que sur l'alimentation (huile de cuisine, sucre, soja, œufs). Une politique jusqu'ici financée par la hausse des cours des matières premières exportées (charbon, huile de palme, métaux) qui a permis de consolider les réserves de change (qui couvrent environ huit mois d'importations) et d'atteindre un excédent commercial record (39 Mds de dollars).

Le blocage des exportations d'huile de palme (environ 10% des exportations indonésiennes totales) prive donc les producteurs – et surtout l'État – d'une manne de devises étrangères conséquente, alors que l'Indonésie dépend aussi de l'extérieur pour certaines matières premières (pétrole, soja et blé notamment).

Indonésie : balance commerciale



Source : BPS

Un impératif : la règle d'or budgétaire

L'équation est donc difficile à résoudre pour le président Jokowi, dont la cote de popularité est en forte baisse, et qui doit composer avec une multitude

de contraintes. À supposer que le blocage des exportations soit insuffisant pour faire baisser le prix de l'huile, ou que l'inflation surgisse via d'autres canaux, la politique de subvention pourrait aussi se heurter aux principes budgétaires, inscrits dans la loi indonésienne, qui établissent la règle d'or (le niveau que le déficit budgétaire ne peut dépasser) à 3% du PIB.

Une entorse avait été faite en 2020 pour financer les mesures exceptionnelles liées au Covid-19, mais la loi de Finance prévoit un retour du déficit sous les 3% à horizon 2023. Ce dernier s'élevait à 4,65% du PIB en 2021, très en-dessous de l'estimation officielle de 5,7% en raison d'une forte accélération des recettes, justement liée au secteur exportateur.

Or, les investisseurs surveillent de près ce pays, longtemps considéré comme un « *usual suspect* »

depuis la crise de 1997 et le rééchelonnement de la dette publique et privée. Gare aussi à une utilisation un peu trop laxiste de la politique monétaire (financement monétaire du déficit) qui avait lors du Covid-19 suscité les interrogations des analystes. Le but du gouvernement est ainsi d'éviter à tout prix la mise en place d'un cercle vicieux dans lequel un renversement de la balance commerciale conduirait à de fortes pressions sur le taux de change nécessitant une intervention de la banque centrale.

Relativement moins endettée que ses voisins, avec une dette publique et une dette externe autour de 40% du PIB, l'Indonésie n'est pas le pays le plus exposé à un tel retournement. Il n'empêche que ce scénario catastrophe fragiliserait cette économie qui porte encore les stigmates des crises du passé.

☑ Notre opinion – *La crise de l'huile de palme illustre bien les effets indirects (ou de second tour) qu'une crise – en l'occurrence celle de la guerre en Ukraine – peut avoir sur une économie pourtant éloignée, dont la structure des échanges est peu liée à la zone de conflit. Elle met en lumière les comportements de consommation, les chaînes de valeur, et la complémentarité ou substituabilité de certains produits. Car le phénomène de contagion ne s'arrête pas à l'Indonésie mais touche maintenant ses clients, Inde et Chine en première ligne, importateurs massifs de son huile de palme. Les dommages collatéraux du conflit sont encore loin d'être totalement visibles, et encore moins maîtrisés.*

Moyen-Orient et Afrique du Nord

Oman : des améliorations macro-économiques grâce au redressement de la rente pétrolière

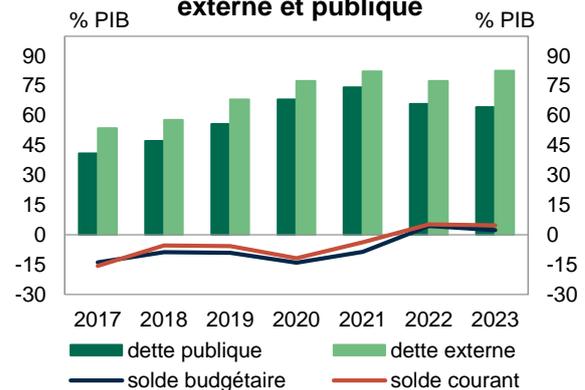
L'économie d'Oman est actuellement en phase de redressement significatif grâce à la très forte diminution des effets de la crise sanitaire du Covid et de la très forte hausse des prix du pétrole et de l'amélioration du volume des exportations. Les réformes économiques mises en place par le nouveau sultan Haithman ont également amélioré l'environnement des affaires et les finances publiques ; elles commencent donc à porter leurs fruits.

Après des années très difficiles (de 2014 à 2020), qui avaient vu l'accumulation de déséquilibres majeurs issus d'un seuil d'équilibre des balances courante et publiques restés bien au-dessus des 80 USD le baril et donc très au-delà des prix de marché, le pays est désormais dans une bien meilleure situation. Après deux années de récession (1,1% en 2019 et 3,2% en 2020), le PIB a retrouvé le chemin de la croissance à 2,1% en 2021 et la prévision est de 3,6% en 2022. En 2021, le prix moyen du pétrole s'est redressé à 69 USD/bbl et il est à 102 depuis janvier 2022. Ce redressement spectaculaire est suffisant pour réduire les déficits jumeaux et stabiliser les dettes publiques et externes. Ces dettes restent néanmoins à des niveaux très élevés : à respectivement 81% du PIB (dont les trois quarts en devises fortes) à fin 2020 and 195% des recettes d'exportation (2021), très au-dessus donc du seuil d'alerte de 150%. En 2022, les excédents budgétaires et courant devraient atteindre 2,4% et 4,1% du PIB. Ceci va permettre aux dettes de commencer à décroître. La dette publique devrait se contracter à 60% du PIB fin 2022 et la dette externe à 169% des recettes d'exportation, proche du seuil de surendettement.

Les réserves de change se redressent également, à onze mois d'importations à fin 2021. Par conséquent, le risque de liquidité se réduit fortement, ce qui fait diminuer la pression sur les comptes publics et externes. La probabilité d'un soutien financier externe de la part des pays du CCG ou du FMI, encore forte il y a un an, est désormais beaucoup plus limitée. En illustration de cette amélioration, la prime de risque sur la dette souveraine se contracte de plus de moitié : la valorisation des CDS à 5 ans a déchu de 775 points de base (7,5%) en avril 2020 à 320 pb en avril 2022. La capacité du pays à assurer le service de son énorme dette externe s'améliore donc peu à peu, et notamment grâce à un accès désormais facilité aux financements

des marchés internationaux et également grâce à l'amélioration d'un cran du rating d'Oman de B+ à BB- par S&P en avril 2022. En termes de niveau intrinsèque, un rating de BB- reste toutefois très bas pour un pays producteur de pétrole. Ce niveau illustre les dérives du passé et l'immobilisme des pouvoirs publics dans les années 2010.

Oman : déficits jumeaux et dettes externe et publique



Sources : EIU, FMI, Crédit Agricole SA

Depuis son arrivée au pouvoir, le nouveau sultan Haithman a d'ailleurs mis en œuvre des réformes économiques, comme l'introduction de la TVA sur le plan fiscal, pour lutter contre les effets de la crise et organiser de façon plus volontaire des formes de diversification de l'économie. Toutefois, l'un des effets pervers d'un prix du pétrole très élevé pourrait être de retarder le rythme des réformes structurelles (comme la baisse des subventions). La baisse des prix du pétrole en 2024-2025 pourrait aussi conduire au retour des déficits jumeaux à moyen terme, si les réformes ne sont pas poursuivies.

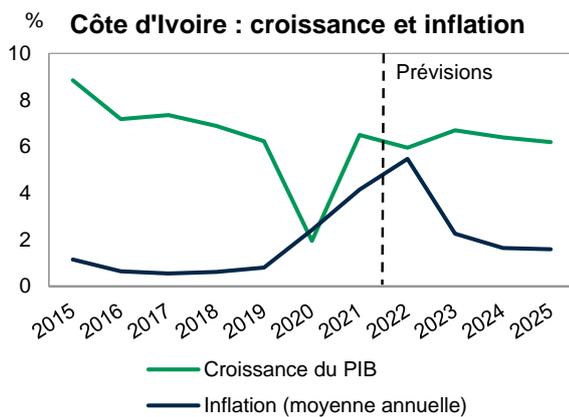
Par ailleurs, Oman a désormais un meilleur niveau de transparence financière. Le total des actifs du fonds souverain a été rendu public, il s'élève à 17 Mds USD (source : SWFI), soit l'équivalent de 90% des réserves en devises. C'est un coussin de sécurité significatif en cas de défense du change. Enfin, l'étude annuelle du FMI (rapport Article IV) a été rendue publique pour la première fois en 2021. Il marque une confiance relative dans la capacité du pays à poursuivre sur la voie du redressement.

 Notre opinion – La stabilisation et le redressement économique d'Oman restent encore trop dépendants du niveau élevé des prix du pétrole. Les prévisions des Instituts d'analyse et de prospective sur les matières premières établissent les prix futurs de l'or noir entre 70 et 100 USD à horizon fin 2023 (un an et demi). Une large fourchette témoignant des fortes incertitudes sur la durée de la crise et des perturbations générées par la guerre en Ukraine. Ceci rend donc encore un peu fragile la pérennité des améliorations macro-économiques à ce stade. La poursuite des réformes structurelles pour redresser les finances publiques sera l'élément-clé des prochains trimestres pour constater la véritable amélioration du risque pays.

Afrique sub-saharienne

Côte d'Ivoire : la croissance demeure soutenue malgré les tensions domestiques et externes

Le PIB de la Côte d'Ivoire devrait croître en 2022 de 6%, d'après les dernières prévisions du FMI. Ce rythme est largement au-dessus de celui attendu pour l'Afrique sub-saharienne dans son ensemble (3,8%), ainsi que supérieur à la croissance prévue de la zone UEMOA (5,3%). Le taux de croissance attendu pour cette année a toutefois fait l'objet d'une révision à la baisse de 0,5 point par rapport aux prévisions d'octobre dernier, et correspond à un ralentissement, après une progression du PIB de 7% en 2021.



La Côte d'Ivoire fait face aux tensions internationales sur l'offre, qui renchérissent ses importations énergétiques et alimentaires. Le moindre dynamisme économique mondial, ainsi que les conséquences des resserrements monétaires dans les pays développés affectent aussi le pays. La

hausse des taux jouera sur les conditions de financement de la Côte d'Ivoire, qui a largement eu recours à l'endettement externe pour financer son développement ces dernières années.

L'inflation pèse sur la consommation domestique, dans un pays habitué à une grande stabilité des prix. En mars, la progression des prix a poursuivi sa déclin, s'établissant à 4,5% sur un an, après avoir grimpé jusqu'à 5,6% au mois de janvier.

Cette trajectoire descendante ne devrait toutefois pas être constante en 2022. Le FMI prévoit ainsi une inflation en moyenne annuelle à 5,5% cette année, un niveau inédit dans le pays depuis plus de vingt ans. La hausse des prix de l'énergie et celle des matières premières se diffusent progressivement dans l'économie. Résultat, au mois de mars, la progression sur un an était de 3% pour le prix des produits importés (qui voient l'effet de base diminuer), contre 4,8% pour les produits locaux.

Pour amortir une partie des conséquences de la hausse des prix, le gouvernement ivoirien a mis en place un certain nombre de mesures : suppression des droits de douane sur le blé, subvention au gazole, encadrement des prix, etc. Le coût supplémentaire de ces mesures de soutien ne devrait pas empêcher, d'après les prévisions du FMI, la Côte d'Ivoire de réduire son déficit public. Après 5,1% du PIB en 2021, il devrait atteindre 4,7% du PIB cette année, bénéficiant de la hausse soutenue du dénominateur, qui compense l'accroissement des dépenses.

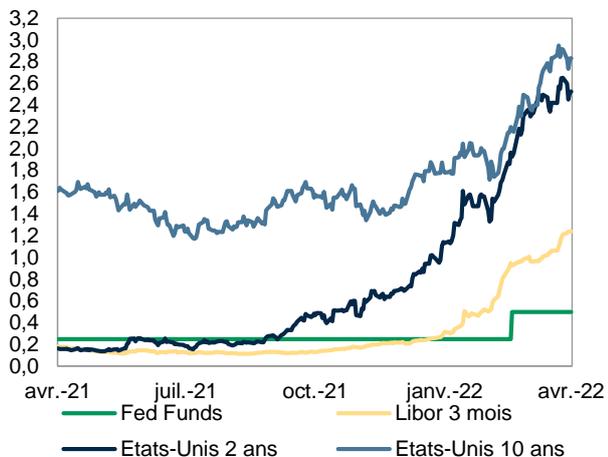
Notre opinion – La Côte d'Ivoire a connu la semaine dernière plusieurs changements au sommet de l'État. Le Premier ministre Patrick Achi a été reconduit à son poste, à la tête d'un gouvernement de taille un peu plus réduite (de 41 à 32 membres). Si les défis immédiats sont nombreux, l'action de ce gouvernement remanié devrait rester dans la continuité. Par ailleurs, le président Alassane Ouattara a nommé un nouveau vice-président (le poste était vacant depuis juillet 2020) en la personne de Tiémoko Meyliet Koné, gouverneur de la Banque centrale des États d'Afrique de l'Ouest (BCEAO) en poste.

Ces changements interviennent dans un contexte où commence à se préparer politiquement l'élection présidentielle de 2025, et que sera débattu au parlement un projet de loi visant à instaurer une limite d'âge de 75 ans pour les candidats pour cette élection. Cela exclurait de facto les principales figures de ces dernières décennies (A. Ouattara, L. Gbagbo et H. Konan-Bédié) mais aussi le nouveau vice-président.

Tendances à suivre

Taux d'intérêt en dollar américain

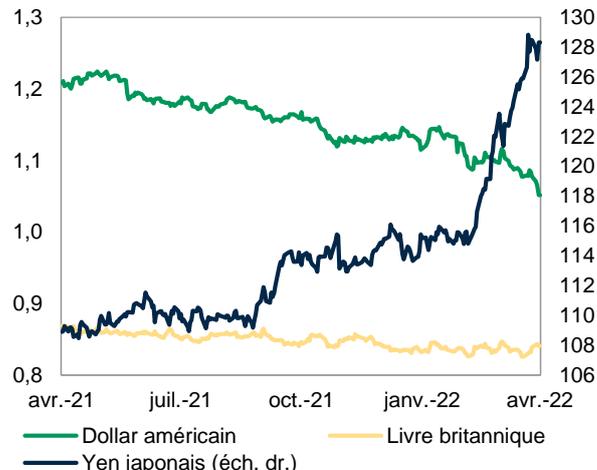
%, interbancaire (Londres) et souverains (Etats-Unis)



Source : Thomson Reuters

Taux de change des principales devises

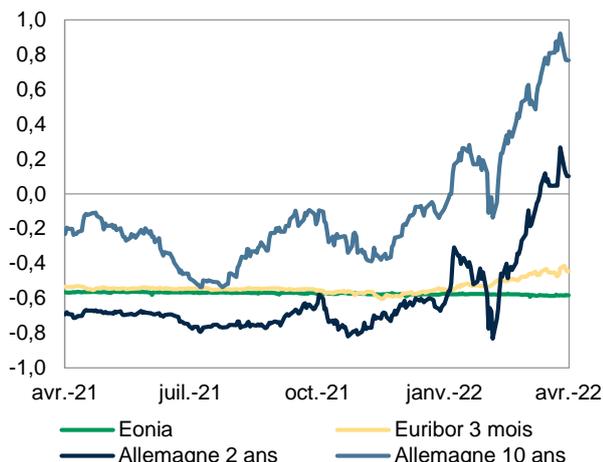
EUR/USD, EUR/GBP et USD/JPY



Source : Thomson Reuters

Taux d'intérêt en euro

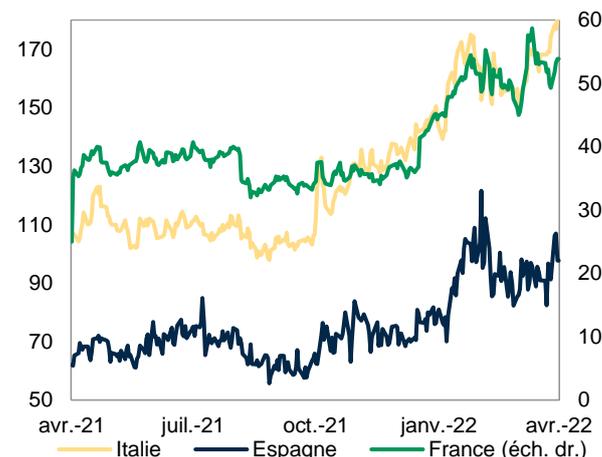
%, interbancaires (Londres) et souverains (Allemagne)



Source : Thomson Reuters

Spreads souverains européens avec le Bund

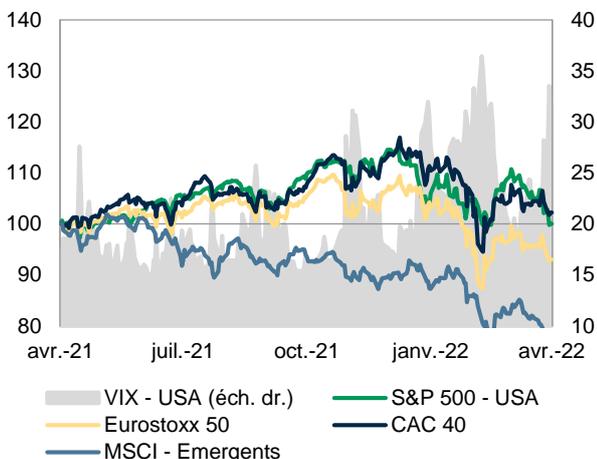
Pdb, dette en EUR à dix ans



Source : Thomson Reuters

Marché actions

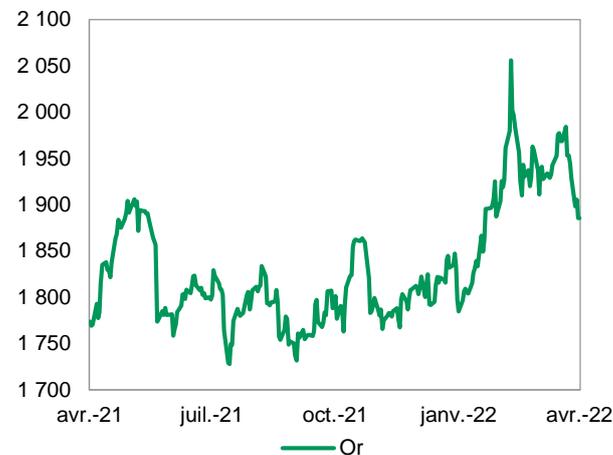
Indice boursiers (100 = début de période) et volatilité VIX



Source : Thomson Reuters

Cours de l'once d'or

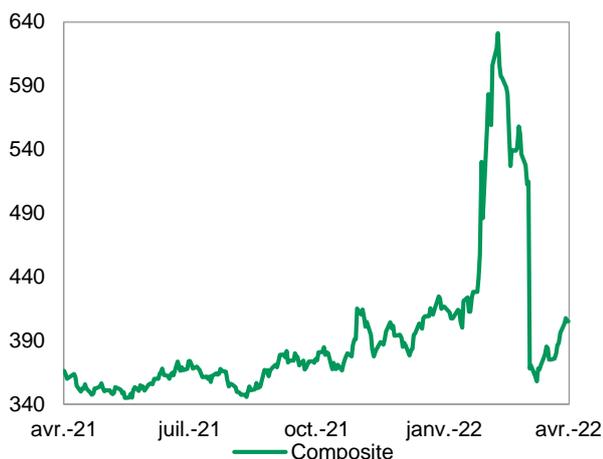
USD/Once troy (Londres)



Source : Thomson Reuters

Spreads souverains émergents avec le T-Bond

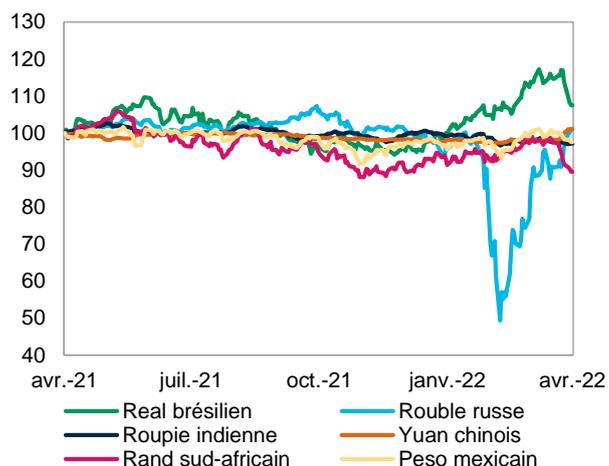
Indices EMBI+ (pdb, dette en USD de plus d'un an)



Source : JP Morgan

Devises émergentes

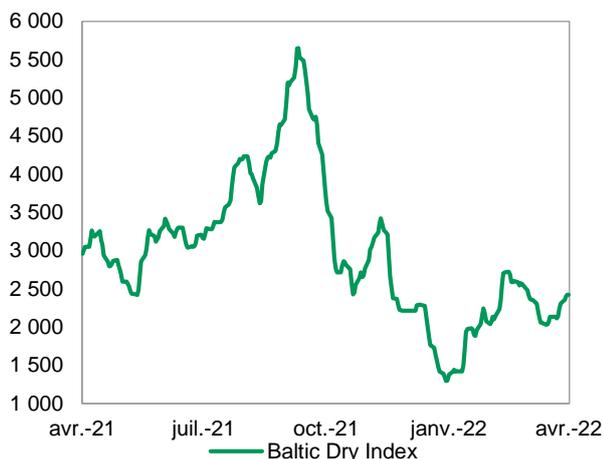
/USD (indice 100 = début de période)



Source : Thomson Reuters

Coût du transport maritime de vrac sec

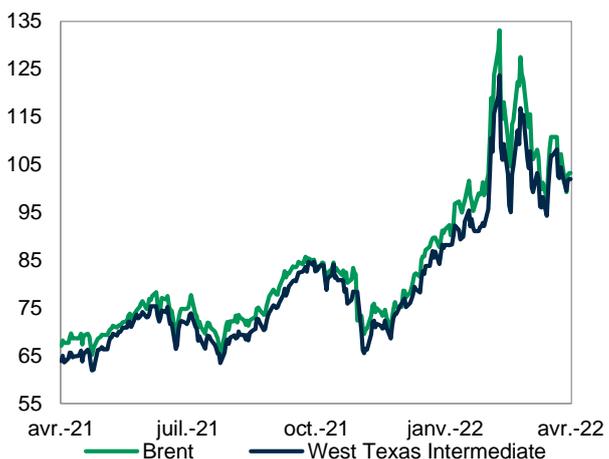
Baltic Dry Index (USD/point)



Source : Baltic Exchange

Cours du baril de pétrole brut en USD

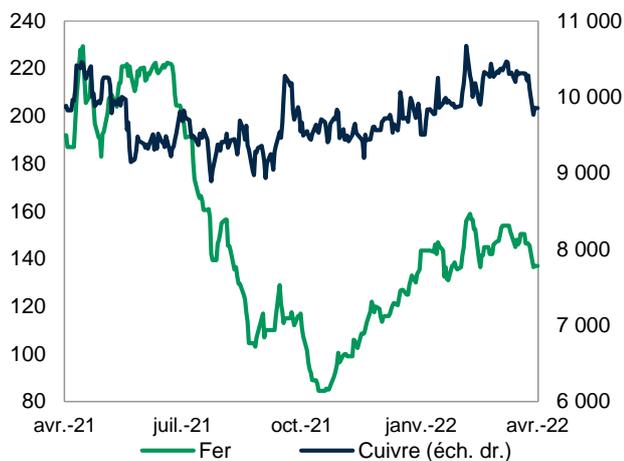
Brent (mer du Nord) et WTI (golfe du Mexique)



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
28/04/2022	Le grand écart des banques centrales	Banques centrales
27/04/2022	Brésil – Inflation : bien au-delà des pressions très en amont	Amérique latine
26/04/2022	Espagne – Scénario 2022-2023 : début d'année sous tension	Espagne
25/04/2022	Royaume-Uni – Scénario 2021-2023 : stagflation et risque de récession	Royaume-Uni
25/04/2022	Zone euro – Le rebond des services compense la faiblesse de la production industrielle	Union européenne
25/04/2022	Allemagne – Scénario 2022-2023 : d'une crise à une autre...	Allemagne
22/04/2022	Monde – L'actualité de la semaine	Monde
22/04/2022	Zone euro – Scénario 2022-2023 : un triple choc	Zone euro
21/04/2022	Le microbiote ouvre la voie à de nouvelles approches thérapeutiques	Santé
21/04/2022	Mexique – "Que personne n'oublie que c'est le peuple qui commande"...	Amérique latine
20/04/2022	Parole de banques centrales – BCE : la sagesse c'est adapter ses convictions à l'évidence	Union européenne
20/04/2022	Royaume-Uni – L'inflation, toujours plus étendue, toujours plus forte	Royaume-Uni
19/04/2022	France – Scénario 2022-2023 : une reprise sous tension	France

Études Économiques Groupe – Crédit Agricole S.A.

12, place des États-Unis – 92127 Montrouge Cedex

Directeur de la publication : Isabelle JOB-BAZILLE

Rédacteurs en chef : Paola MONPERRUS-VERONI, Tania SOLLOGOUB, Armelle SARDA

Zone euro : 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

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.