

# Perspectives

Hebdomadaire – N°22/197 – 17 juin 2022

## MONDE – L'actualité de la semaine

☞ Les marchés cherchent à être rassurés .....	2
☞ Zone euro : une production industrielle malgré tout sous pression .....	3
☞ Zone euro : l'inflation se diffuse davantage à l'ensemble des composantes .....	3
☞ États-Unis : la Fed augmente ses taux de 75 points de base et entend passer en territoire « légèrement » restrictif d'ici fin 2022 .....	4
☞ Royaume-Uni : le PIB baisse pour le deuxième mois consécutif en avril .....	6
☞ La BoE augmente son taux directeur de 25 points de base à 1,25% .....	6
☞ Inde : le conflit comme révélateur des faiblesses structurelles.....	8
☞ Égypte : la baisse des réserves en devises se poursuit, le change reste donc fragile .....	10
☞ Serbie : des dynamiques économiques et politiques contraintes par le contexte de guerre .....	11
☞ Nigéria : le secteur pétrolier toujours en difficulté malgré le contexte.....	12

## Les marchés cherchent à être rassurés

La semaine a été dominée par des décisions importantes de politique monétaire de banques centrales, dont notamment celle de la Réserve fédérale suivie par les réunions de la Banque d'Angleterre et de la Banque nationale suisse jeudi (toutes les trois montant leur taux, à des degrés divers, mais avec le même objectif d'ancrage des anticipations d'inflation), sans oublier une réunion exceptionnelle de la BCE mercredi pour discuter du risque de fragmentation. L'aversion au risque est restée de mise et les indices actions terminent à nouveau la semaine dans le rouge : -6% pour le S&P 500, -3,8% pour l'Eurostoxx 50 et -4,1% pour le CAC 40.

Les taux obligataires se tendent globalement sur la semaine : le taux 10 ans américain gagne 6 points de base par rapport à vendredi dernier à 3,21% et son homologue allemand augmente de 13 points de base à 1,64%, en hausse de respectivement 170 et 182 points de base depuis le début de l'année. Néanmoins, après avoir atteint des pics mardi, les taux obligataires sont en baisse sur les trois derniers jours, probablement rassurés par les discours des banquiers centraux.

L'inflation élevée et persistante demeure la source principale d'inquiétude et les risques sont montés d'un cran cette semaine après la nouvelle, mardi, d'une chute significative des livraisons de gaz russe via le gazoduc Nord Stream 1. Les importations journalières de gaz russe par l'Europe occidentale ont été divisées par trois par rapport à il y a un an, officiellement pour des raisons techniques consécutives aux sanctions occidentales vis-à-vis de la Russie. Cette mauvaise nouvelle augmente la probabilité de scénarios de risque pour l'Europe tels que de nouveaux chocs sur les prix, mais aussi sur l'offre de gaz, pouvant à son tour induire des restrictions sur l'activité.

La Fed a annoncé une hausse surprise de 75 points de base à l'issue de sa réunion de mercredi, plus que prévu par le consensus qui tablait sur 50 points de base, mais en ligne avec les anticipations de taux des marchés qui s'étaient ajustés après la publication de chiffres élevés d'inflation et le rebond des anticipations d'inflation dans l'enquête de l'université de Michigan. Les taux courts ont corrigé à la baisse après la réunion et surtout après les commentaires de Jerome Powell au cours de la conférence de presse (le taux deux ans a perdu 20 points de base provoquant une pentification de la courbe des bons du trésor américains). Les investisseurs semblent avoir été rassurés par les propos de Powell qu'une hausse de 75 pnb était inhabituellement élevée et ne devrait pas être courante, et que des relèvements de 50 pnb ou de 75 pnb étaient tous deux probables pour juillet.

La Fed a procédé à une révision significative de son « dot plot », signalant des perspectives de resserrement encore plus agressif que celui prévu en mars dernier. La médiane des prévisions des membres du FOMC pour fin 2022 est relevée de 1,50 point par rapport aux prévisions de mars et atteint 3,375% (valeur centrale de la fourchette cible du taux des *Fed funds*). Pour 2023, la valeur correspondante est révisée de 1 point à 3,75% et pour 2024 de 0,625 point à 3,375%, tandis que pour le long terme elle est passée de 2,375% à 2,5%.

Contrairement à la Fed, la Banque d'Angleterre (BoE) n'a augmenté son taux directeur que de 25 points de base à l'issue de sa réunion de politique monétaire de juin. Le *Bank rate* est relevé à 1,25%, en ligne avec les anticipations. Trois membres du comité sur neuf ont voté pour une augmentation de 50 points de base craignant un désancrage durable des anticipations d'inflation et une poursuite des tendances à la hausse dans les comportements de fixation des prix par les entreprises et la hausse des rémunérations.

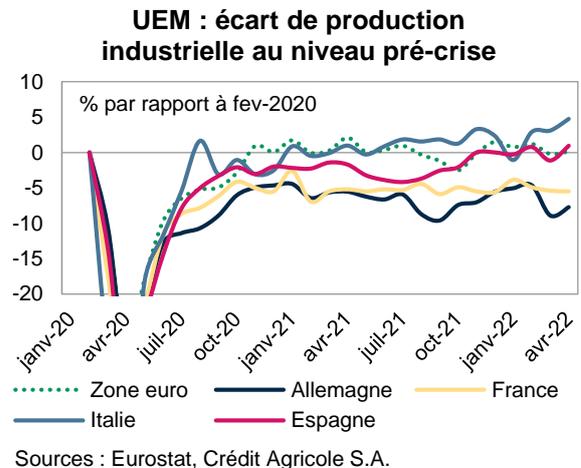
Mercredi, la BCE a convoqué une réunion *ad hoc* pour discuter du risque de fragmentation en zone euro. Cette réunion s'est conclue sans annonce d'éléments véritablement nouveaux pour les marchés : la flexibilité dans les réinvestissements des titres arrivant à échéance dans le PEPP et les travaux sur un outil de crise anti-fragmentation étaient connus depuis décembre 2021. La BCE a confirmé sa volonté d'utiliser la flexibilité des réinvestissements et a chargé les comités compétents de l'Eurosystème et les services de la BCE d'accélérer les travaux autour de la conception d'un nouvel instrument anti-fragmentation. Le calendrier de la réunion est également un signal important en soi : la réunion a eu lieu alors que les *spreads* (proche de 250 pnb) étaient bien inférieurs à ceux des réunions d'urgence passées, suggérant que le seuil d'intervention de la BCE est probablement devenu plus faible que lors des précédentes interventions.

Cette détermination de la BCE a provoqué un *rally* sur les marchés périphériques, effaçant quasiment les pertes de la semaine précédente. Le *spread* italien s'est resserré de 34 pnb à 190 pnb, tandis que le *spread* espagnol a perdu 18 points de base (pnb) à 108 pnb. Une gestion flexible des réinvestissements devrait avoir un impact positif sur les marchés périphériques mais limité. Surtout, il devrait permettre à la BCE de reporter le besoin d'une intervention plus musclée. Concernant le nouvel outil de crise anti-fragmentation, il ne devrait pas arrêter la tendance naturelle à l'écartement des primes de risque consécutif au resserrement de la BCE. Mais son rôle serait d'empêcher, de manière durable, les scénarios de risque extrême de crise des dettes souveraines de se matérialiser.

## Zone euro

### Zone euro : une production industrielle malgré tout sous pression

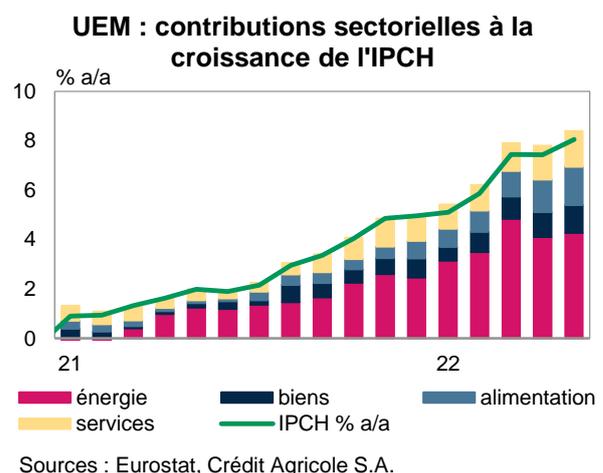
La production industrielle en zone euro a progressé de +0,4% sur un mois en avril après -1,4% en mars. Ce rebond est soutenu par la hausse de la production dans l'énergie (+4,6% sur un mois) et dans une moindre mesure par le rebond de la production de biens de consommation (+1,2%) et de biens intermédiaires (+0,7%). À l'inverse, la production de biens d'investissement a reculé (-0,2%). La ventilation par pays signale un rebond de l'activité industrielle en avril en Allemagne (+1,3%), en Italie (+1,6%) et en Espagne (+2,1%) tandis qu'elle baisse de nouveau en France (-0,1%). Comparativement à la situation d'avant-crise, la production industrielle de la zone se situe à peine 0,2% au-dessus. Les secteurs les plus en difficultés demeurent l'automobile (les nouvelles immatriculations restent encore 37% en-dessous de leur niveau d'avant-crise), l'industrie informatique et la chimie tandis que les machines et équipements ainsi que l'industrie alimentaire se redressent beaucoup plus rapidement.



**Notre opinion** – La production industrielle en zone euro rebondit faiblement au mois d'avril mais ne récupère pas le recul du mois précédent. L'acquis de croissance laissé sur l'activité industrielle du T2 est de -0,4%. La persistance des pénuries de produits intermédiaires et le risque accru d'une réduction de l'approvisionnement en gaz russe dans les mois à venir suggèrent que des arrêts de production pourraient se multiplier, mettant un sérieux coup de frein à l'activité industrielle et à la croissance de la zone dans son ensemble.

### Zone euro : l'inflation se diffuse davantage à l'ensemble des composantes

L'inflation en zone euro a atteint +8,1% en rythme annuel au mois de mai, après 7,4% en avril. Elle est particulièrement forte en Espagne (8,5%), en Allemagne (7,9%) et en Italie (7,3%) et beaucoup moins élevée en France (5,8%). La ventilation par secteurs souligne toujours une très forte contribution de l'énergie (+3,9 points) mais la contribution des autres secteurs notamment l'alimentation (1,6 pt), les biens industriels (1,1 pt) et les services (1,5 pt), occupent un rôle de plus en plus important dans l'accélération de l'inflation, suggérant une diffusion à l'ensemble des secteurs ces deux derniers mois. Cette accélération des prix à la consommation reflète la hausse des prix énergétiques (pétrole et gaz) liée à la guerre en Ukraine mais aussi les problèmes de pénuries de matières premières et de produits intermédiaires dont les prix à l'importation ont fortement augmenté ces derniers mois.



**Notre opinion** – L'inflation a fortement augmenté au mois de mai en raison de la hausse des prix de l'énergie et des prix à la production qui finissent par se répercuter sur l'ensemble du panier de consommation. Cette propagation risque de s'accroître dans les prochains mois en raison d'une nouvelle vague d'inflation énergétique liée au renchérissement des coûts de raffinage du pétrole et au risque de tarissement du robinet gazier russe orchestré ces derniers jours. Cette situation menace directement la consommation via la baisse du pouvoir d'achat mais aussi la production industrielle qui pourrait subir des mises à l'arrêt partiel au gré du fournisseur russe, nous obligeant à réviser sensiblement à la baisse notre croissance.

## États-Unis

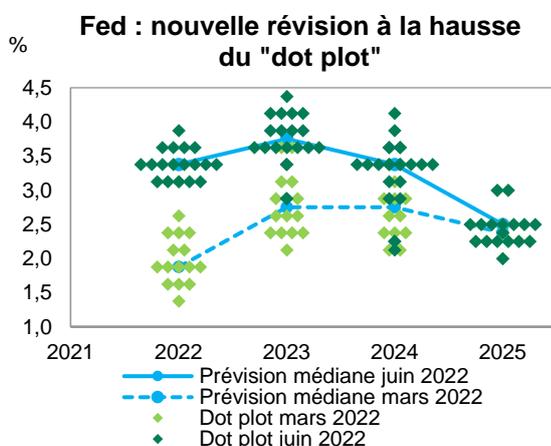
### 👉 États-Unis : la Fed augmente ses taux de 75 points de base et entend passer en territoire « légèrement » restrictif d'ici fin 2022

La Réserve fédérale a augmenté ses taux de 75 points de base à l'issue du FOMC du 15 juin, une première depuis 1994, ce qui ramène la fourchette-cible des taux des *Fed funds* à 1,50-1,75%, soit son niveau d'avant la pandémie. La décision a été prise quasiment à l'unanimité, seule la présidente de la Fed de Kansas City a voté contre la décision, préférant un relèvement plus modéré de 50 points de base.

Le consensus tablait sur une hausse de 50 points de base, conformément à la *forward guidance* de la Fed du mois de mai et aux commentaires récents de membres de la Fed, mais cette décision n'a pas été véritablement une surprise pour les marchés qui s'étaient ajustés après les dernières surprises « *hawkish* » sur l'inflation. Celle-ci a atteint 6,3% en avril selon le déflateur PCE (4,9% pour le *core* PCE) et 8,6% en mai selon le CPI (6% pour le *core*), des niveaux records depuis 40 ans.

Lors de sa conférence de presse, J. Powell a prêté une attention particulière aux anticipations d'inflation et s'est déclaré « absolument déterminé » à les maintenir ancrées à 2%. Le gouverneur a mis l'accent sur le rebond des anticipations d'inflation, tel que révélé notamment par l'enquête préliminaire de confiance du consommateur de l'université de Michigan au mois de juin (qui table sur 3,3% à long terme contre 3% précédemment). La surprise à la hausse sur l'inflation et le rebond des anticipations d'inflation semblent avoir joué un rôle décisif dans la décision d'un resserrement par la Fed plus agressive que signalé précédemment.

Néanmoins, J. Powell a tenu à préciser qu'une hausse de 75 pnb était inhabituellement élevée et que des relèvements de 50 pnb ou de 75 pnb étaient tous deux probables pour juillet.



La Fed a procédé à une révision significative de son « dot plot », signalant des perspectives de resserrement encore plus agressive que celui prévu

en mars dernier. La médiane des prévisions des membres du FOMC pour fin 2022 est relevée de 1,50 point par rapport aux prévisions de mars et atteint 3,375% (valeur centrale de la fourchette cible du taux des *Fed funds*). Pour 2023, la valeur correspondante est révisée de 1 point à 3,75% et pour 2024 de 0,625 point à 3,375%, tandis que pour le long terme elle est passée de 2,375% à 2,5%.

En ligne avec ces prévisions de taux plus agressives, la Fed a révisé à la hausse ses prévisions d'inflation : à 5,2% en 2022 pour le déflateur PCE et à 4,3% pour le déflateur PCE sous-jacent, contre 4,3% et 4,1% respectivement prévu en mars. À moyen terme, les prévisions continuent de faire état d'une modération : à 2,6% pour le déflateur PCE contre 2,7% en mars pour 2023, et à 2,2% pour 2024 contre 2,3% prévu en mars. Les risques autour des prévisions d'inflation restent orientés à la hausse.

La Fed a fortement réduit ses prévisions de croissance, ce qui est conforme aux propos récents de membres de la Fed selon lesquels un atterrissage en douceur de l'économie sera difficile à obtenir. La Fed prévoit désormais une croissance plongeant à 1,7% en 2022, soit un taux inférieur au potentiel en 2022, contre 2,8% prévu en mars. La croissance en 2023 serait stable à 1,7% contre 2,2% prévu en mars. Pour 2024, la Fed prévoit une croissance toujours faible, à 1,9%.

Les prévisions de taux de chômage ont été révisées à la hausse. Un taux de chômage plus élevé n'est pas une finalité en soi, selon la Fed, mais constitue néanmoins un mal nécessaire pour assagir le rythme d'inflation. Les nouvelles prévisions montrent un taux de chômage augmentant à 3,7% cette année, à 3,9% en 2023 et à 4,1% en 2024 (contre 3,5%, 3,5% et 3,6% respectivement précédemment). La prévision du taux de chômage à 4,1% pour 2024 est très légèrement supérieure au taux de chômage d'équilibre de long terme estimé à 4% selon la Fed, mais représente toujours un niveau très bas du taux de chômage.

Malgré cette détérioration des perspectives, l'appréciation du contexte économique actuel par le gouverneur J. Powell lors de sa conférence de presse reste très positive. Les dépenses de consommation sont jugées « très fortes », le marché du travail est « extrêmement serré » et la demande est « trop élevée par rapport à l'offre ». Si la confiance du consommateur a baissé, J. Powell pense que c'est dû à la hausse des prix de l'essence. L'investissement productif s'est modéré. Le marché immobilier a ralenti, reflétant la hausse des taux d'intérêt. Mais, globalement, l'économie est en « position forte pour pouvoir supporter des taux

plus élevés », dont les niveaux sont encore trop bas pour provoquer une quelconque récession.

Concernant le « *quantitative tightening* », la Fed va continuer de réduire son programme d'achats d'actifs comme annoncé en mai dernier. Ce processus a débuté le 1<sup>er</sup> juin au rythme de

30 milliards de dollars de *Treasuries* et 17,5 milliards de titres adossés à des créances hypothécaires MBS par mois. À partir du 1<sup>er</sup> septembre, le rythme de « *quantitative tightening* » doublera à 60 et 35 milliards respectivement, atteignant donc un total de 95 milliards de dollars par mois.

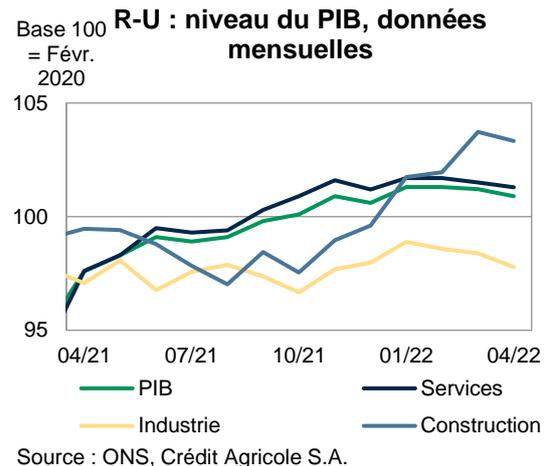
**☑ Notre opinion – Quel profil de resserrement pour les mois à venir ?** Atteindre 3,375% fin 2022 nécessiterait un resserrement de 175 points de base au total d'ici la fin de l'année. Cela laisse la porte ouverte à plusieurs combinaisons pour le rythme de resserrement au cours des quatre prochaines réunions du FOMC, y compris une autre hausse de 75 points de base en juillet. Lors de sa conférence de presse, le gouverneur de la Fed, J. Powell, a dit que pour juillet des relèvements de 50 points de base ou de 75 points de base étaient tous deux probables bien qu'il ait également précisé qu'il ne fallait pas s'attendre à ce que des relèvements de 75 points de base soient habituels. Les données de l'inflation et des anticipations d'inflation qui seront publiées d'ici là, notamment le rapport sur l'inflation CPI du 13 juillet prochain, seront déterminantes pour l'ampleur de la prochaine hausse de taux à l'issue du FOMC du 27 juillet. Les marchés tablent d'ores et déjà sur une hausse de 75 points de base avec une probabilité d'environ 90%.

## Royaume-Uni

### Royaume-Uni : le PIB baisse pour le deuxième mois consécutif en avril

Le PIB s'est contracté de 0,3% au mois d'avril après deux mois de quasi-stabilité (-0,1% en mars et 0% en février). Cela laisse le niveau du PIB à 0,9% au-dessus de son niveau pré-Covid (février 2020). Les trois secteurs principaux ont enregistré des chutes de l'activité sur le mois : -0,3% dans les services, -0,6% dans l'industrie et -0,4% dans la construction. Le secteur des services a été tiré à la baisse par le sous-secteur de la santé et de l'activité sociale (-5,6%) en raison de la réduction de l'activité de test et de traçage des cas Covid. Dans le même temps, le sous-secteur du commerce de gros et de détail, qui inclut la réparation d'automobiles, a été le principal contributeur positif à la croissance dans les services, affichant une hausse de 2,7% sur le mois. Cette hausse s'explique surtout par le rebond de 15,2% des ventes dans le secteur automobile (après une chute de 15,1% en mars). Le commerce au détail rebondit de 1,4%, tandis que le commerce de gros a été quasi stable. Cela suggère une relative résilience de la consommation des ménages face à la hausse des prix à la consommation (celle-ci a atteint 9% sur un an en avril). Au sein de l'industrie, la production manufacturière a baissé de 1% sur le mois, les entreprises continuant de faire état de

hausse des prix et de pénuries dans les chaînes de production. En moyenne sur les trois mois à fin avril par rapport aux trois mois à fin janvier, la croissance ralentit fortement. Elle est tombée à 0,2% contre 1,3% en janvier et est attribuable au secteur de la construction (qui y contribue pour 0,2 point de pourcentage) tandis que les services et la production ont été quasi stables sur la période.



**✓ Notre opinion** – La faible performance du PIB à la fin du T1 et au début du T2, laisse un effet d'acquis assez négatif pour le T2-2022, de -0,4%, ce qui implique des risques baissiers pour notre prévision de croissance de -0,1%. De plus, le deuxième trimestre devrait être fortement impacté par le jubilé de la reine en raison d'un jour férié supplémentaire (et donc de moins de jours ouvrés sur le mois). En juin 2002 et en juin 2012, lorsque le Royaume-Uni fêtait le jubilé d'or et le jubilé de diamant de la reine, l'activité s'était contractée de respectivement 2,3% et 1,6% sur le mois. Dans un papier publié le 17 mai 2013, l'ONS avait analysé et estimé l'impact sur le PIB au T2-2012 à environ -0,3 à -0,4 point de pourcentage du PIB, tout en précisant qu'il était impossible d'estimer l'impact exact. La combinaison de l'effet d'acquis et du jubilé suggère une chute potentielle du PIB de 0,7 à 0,8% au T2-2022, toutes choses égales par ailleurs.

### La BoE augmente son taux directeur de 25 points de base à 1,25%

Contrairement à la Fed, la Banque d'Angleterre (BoE) n'a augmenté son taux directeur que de 25 points de base à l'issue de sa réunion de politique monétaire de juin. Le *Bank rate* est relevé à 1,25%, en ligne avec les anticipations. Trois membres du comité sur neuf ont préféré une augmentation de 50 points de base craignant un désancrage durable des anticipations d'inflation et une poursuite des tendances à la hausse dans les comportements de fixation des prix par les entreprises et la hausse des rémunérations.

Les dernières données d'activité ont été légèrement plus faibles que prévu. La BoE a révisé légèrement à la baisse sa prévision pour la croissance du PIB du deuxième trimestre, à -0,3% contre -0,1% prévu en mai, une contraction qui reflète des facteurs temporaires tels que le jubilé de la reine et la baisse de l'activité de test et de traçage des cas Covid. Même si la BoE constate des signes précoces de

ralentissement de la croissance sous-jacente, la demande est restée solide et globalement en ligne avec les prévisions. La confiance des ménages s'est détériorée davantage, chutant à un point bas record, mais d'autres indicateurs de dépenses de consommation sont restés élevés, notamment les ventes au détail mais aussi des indicateurs de dépenses dans les services. Les indicateurs de confiance des entreprises, bien qu'ayant baissé récemment, sont plus résilients que les indicateurs de confiance des ménages et suggèrent une croissance sous-jacente de l'activité toujours positive.

La BoE estime que le récent programme gouvernemental de soutien au coût de la vie (pour un total de 15 milliards de livres sterling) pourrait stimuler la croissance d'environ 0,3% et augmenter l'inflation CPI par 0,1 point de pourcentage au cours de la première année, avec certains risques à la

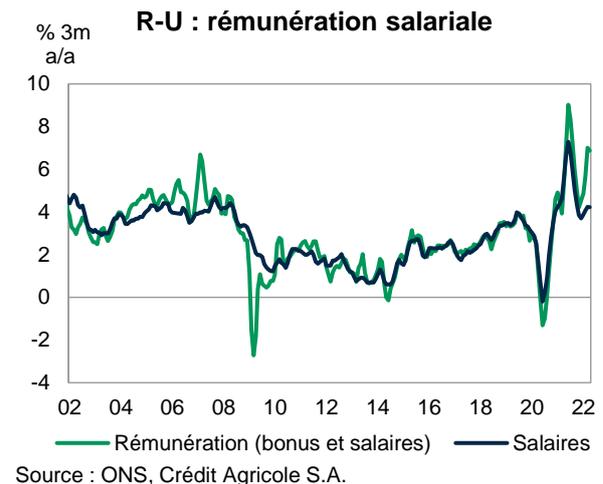
hausse liés à ces estimations. L'impact des mesures gouvernementales sur les prévisions de consommation des ménages sera estimé en amont du rapport de politique monétaire d'août. La BoE indique qu'il y a des raisons de penser que l'impact sur la croissance et sur l'inflation pourrait être légèrement plus élevé que ne le suggère un cadre standard de multiplicateur.

La BoE signale une inflation plus élevée que prévu dans son rapport de politique monétaire du mois de mai. Elle anticipe une inflation CPI supérieure à 9% au cours des prochains mois et légèrement au-dessus de 11% en octobre. Le rebond en octobre reflète la hausse prévue des prix de l'énergie à la suite d'une nouvelle augmentation importante anticipée des plafonds des prix par Ofgem (d'environ 40%).

La BoE souligne que l'excès d'inflation par rapport à la cible ne peut pas être attribué en totalité aux facteurs globaux consécutifs à la guerre en Ukraine et à la pandémie. Des facteurs domestiques, y compris le resserrement du marché du travail et les comportements de prix des entreprises, ont également joué un rôle. L'inflation des services à la consommation, qui est davantage influencée par les coûts domestiques que l'inflation des biens, s'est renforcée au cours des derniers mois et est supérieure aux rythmes enregistrés aux États-Unis et en zone euro. De plus, l'inflation des biens de consommation de base est également plus élevée

au Royaume-Uni que dans la zone euro et aux États-Unis. La BoE prévoit une hausse de l'inflation sous-jacente à près de 7% en septembre.

La BoE a enlevé sa *forward guidance* selon laquelle des hausses de taux pourraient être nécessaires dans les prochains mois, mais se dit prête à prendre les actions nécessaires pour retourner l'inflation à sa cible de 2% de manière soutenable à moyen terme en ligne avec son mandat. Il sera « particulièrement attentif » à des indications de pressions inflationnistes plus persistantes et agira en conséquence.



**☑ Notre opinion** – La BoE continue de préférer des hausses de taux modestes de 25 points de base ce qui contraste avec l'agressivité de la Fed, mais à la différence de la Fed, les données économiques récentes étaient globalement en ligne avec les prévisions du rapport du mois de mai. Il était prévu que l'inflation CPI recule sous la cible de 2% à horizon des trois prochaines années.

La situation du marché du travail britannique devrait rester le principal déterminant des choix de politique monétaire de la BoE. On n'observe aucun signe d'allègement des tensions à très court terme : demande de main-d'œuvre record et en hausse, difficultés de recrutement « sévères », persistance anticipée de ces difficultés au cours des douze mois prochains au moins. Dans ses minutes la BoE note que les négociations salariales dépassent 5%, légèrement supérieures aux anticipations pour 4,8% du début de l'année, et qu'une « minorité significative d'entreprises » envisageaient des hausses de salaires à la mi-année. Cela renforçait le risque haussier entourant les prévisions centrales pour la croissance des salaires et les pressions domestiques sur les prix par rapport au rapport du mois de mai.

La BoE devrait poursuivre son resserrement dans les prochains mois, avec probablement des hausses de taux à chacune des réunions d'ici novembre, compte tenu de la situation du marché du travail et de la hausse des anticipations d'inflation mais sans aller jusqu'aux niveaux anticipés pour le Bank rate par les marchés. Les anticipations de marché pour le taux directeur ont atteint 2,9% pour fin 2022 et 3,3% pour 2023. La BoE jugeait déjà les anticipations de marché du mois de mai trop agressives.

## Pays émergents

### Asie

#### Inde : le conflit comme révélateur des faiblesses structurelles

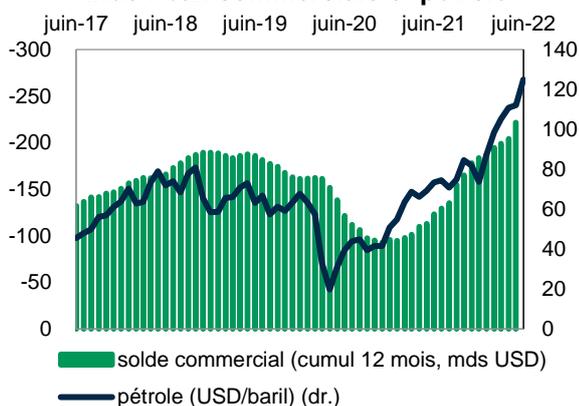
Alors que l'économie indienne avait enregistré une des croissances les plus élevées du monde émergent en 2021, le conflit russo-ukrainien a ravivé les faiblesses structurelles de ce pays.

#### La Russie comme nouveau fournisseur

La première, c'est bien sûr la dépendance au pétrole, dont la hausse des cours pèse lourdement sur la balance commerciale indienne. Profitant d'un positionnement géopolitique neutre, pour ne pas dire ambigu, l'Inde a largement modifié ses sources d'approvisionnement en pétrole pour profiter de la décote sur le pétrole russe, qui s'échange de 30 à 40 dollars le baril de moins que le cours officiel.

Alors que ce dernier représentait à peine 2% des importations de pétrole totales en 2021, sa part devrait atteindre près de 25% en juin, l'Inde recevant près d'un million de barils par jour de Russie. Une aide bienvenue, mais insuffisante pour calmer l'envolée des importations en valeur (+72% en mai en g.a.), qui a rapidement dégradé le solde commercial indien. Le déficit cumulé sur un an atteint ainsi un nouveau record de 222 Mds de dollars, soit environ 8% du PIB. Le solde courant, qui s'était presque équilibré en 2021, atteignait déjà -2,7% du PIB fin 2021, et devrait continuer de se creuser en 2022.

#### Inde : bal. commerciale et pétrole



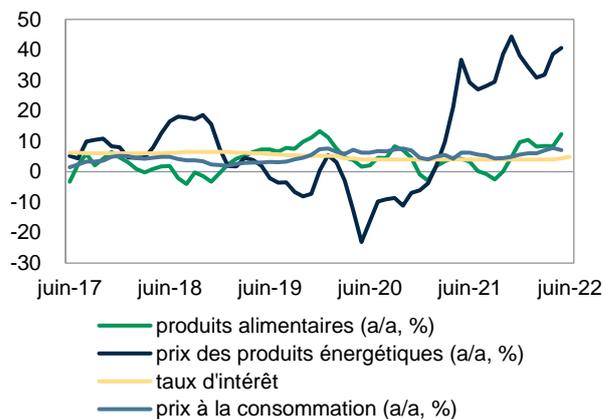
source : Ministère du Commerce et de l'Industrie

#### L'inflation perturbe l'activité

Deuxième faiblesse structurelle allant de pair avec la première, c'est le retour de l'inflation. Largement alimentée par la hausse des prix de l'énergie (+41% en mai en g.a.), elle gagne également les produits alimentaires (+12%), dont le poids dans l'indice des prix dépasse les 40% en Inde. L'inflation a ainsi atteint 7,8% en avril, avant de légèrement décélérer à 7% en mai.

En cause, toujours la guerre, qui a fait bondir les prix des huiles alimentaires dont l'Inde est importatrice nette, et de mauvaises conditions climatiques (sécheresse et canicule) qui ont pesé sur la récolte des tomates, des fruits et du blé, produits de base de l'alimentation indienne. Les autorités ont bien tenté de réagir en bloquant les exportations de blé afin d'assurer la sécurité alimentaire du pays, mais cette décision a été en partie annulée par des comportements de spéculation, dans un contexte de forte volatilité du prix des céréales. La consommation des ménages a déjà ralenti au premier trimestre 2022, et apporté une contribution très modeste à la croissance (1pp contre 4,4 au trimestre précédent).

#### inflation et taux d'intérêt



Source : OEAGI, RBI

La banque centrale (RBI – Reserve Bank of India) s'est résignée à augmenter son taux directeur, de 40 puis 50 points de base, à 4,9%. Un signal envoyé avant tout aux marchés, l'inflation résultant surtout de contraintes d'offres et non d'une surchauffe de l'activité, afin notamment d'éviter des attaques sur la roupie. Cette dernière s'est ainsi dépréciée d'un peu plus de 5% face au dollar depuis janvier, un niveau qui reste dans la moyenne de celui des autres émergents asiatiques.

Dans un contexte de *flight to quality* et de renforcement du dollar, la RBI a tout intérêt à ne pas se singulariser des autres émergents : une dépréciation trop forte de la roupie renchérirait d'autant plus le prix des importations. La banque centrale dispose dans tous les cas encore de réserves conséquentes (plus de 500 Mds de dollars) pour défendre sa monnaie.

#### Neutre ou non-alignée ?

Enfin, la guerre a fait ressortir l'ambiguïté de la position indienne sur la scène internationale. Un temps considéré comme médiateur dans le conflit, le

président Modi s'est finalement bien gardé de prendre part aux négociations et poursuit une politique plutôt opportuniste en allant chercher du pétrole russe soldé, au risque d'accentuer sa dépendance (déjà forte dans le domaine de l'armement) envers la Russie. Mais c'est surtout les positions de son parti, le BJP (Parti du peuple indien), sur l'Islam qui ont placé l'Inde en porte-à-faux vis-à-vis des pays musulmans.

Alors que le président Modi mène depuis plusieurs années une politique de répression et de marginalisation accrue de la communauté musulmane (la troisième au monde après l'Indonésie et le Pakistan), qui s'était traduite par des émeutes et des morts en février 2020, des propos jugés blasphématoires à l'encontre du prophète Mahomet prononcés sur une chaîne nationale par un des porte-parole du BJP ont déclenché une vague d'indignation dans le monde musulman.

Les pays du Golfe, notamment le Koweït et le Qatar, ont ainsi convoqué les ambassadeurs indiens pour leur demander des explications. L'Organisation de la coopération islamique (OCI), qui compte cinquante-sept États membres, a également réagi et indiqué que ces déclarations intervenaient dans un

*« contexte d'intensification de la haine et des abus envers l'islam en Inde et d'actions systématiques contre les musulmans ».*

Or, les pays du Golfe accueillent près de 9 millions de travailleurs indiens, qui fournissent plus de la moitié des revenus des travailleurs étrangers. Une rentrée de devises (87 Mds de dollars en 2021) justement bienvenue pour rééquilibrer en partie le solde courant. Jusqu'en 2021, ces derniers apportaient également un peu plus de 60% du pétrole nécessaire à l'Inde.

Après avoir minimisé, voire occulté la polémique, New Delhi a bien compris les enjeux et multiplié les déclarations apaisantes vis-à-vis des musulmans, tout en suspendant les personnes incriminées. Il est peu probable que l'attitude générale face à cette communauté change, et d'ailleurs sa répression n'avait jamais semblé constituer une source de mécontentement pour les pays de l'OCI, mais il est certain que le BJP veillera maintenant à être moins vocal sur le sujet. Une position purement pragmatique, l'Inde ayant plus besoin des pays du Golfe qu'ils n'ont besoin d'elle.

## Moyen-Orient et Afrique du Nord

### Égypte : la baisse des réserves en devises se poursuit, le change reste donc fragile

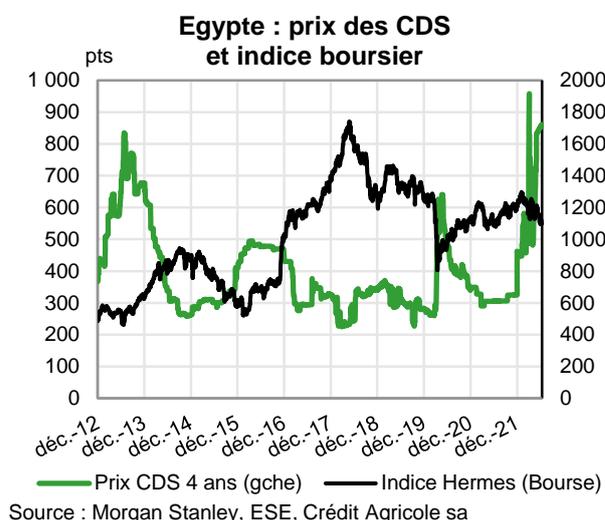
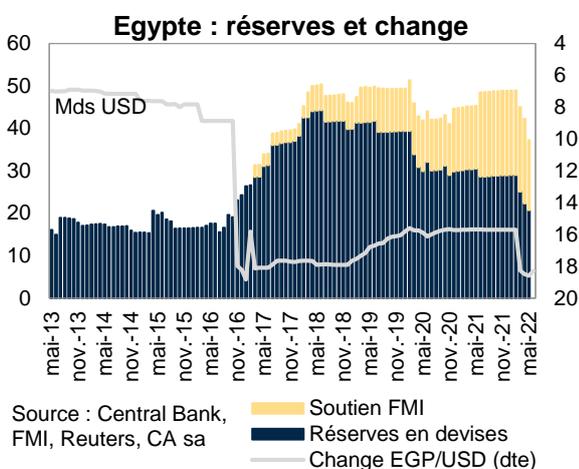
Les réserves en devises de l'Égypte ont baissé de 37,1 à 35,5 Mds USD entre avril et mai 2022, en raison du remboursement d'une échéance au FMI et du paiement d'un coupon d'une obligation souveraine. La baisse atteint donc 4,4%. Le montant des réserves représente désormais l'équivalent de six mois d'importations de biens et de services, un niveau considéré comme optimal mais toutefois comme la limite basse pour un pays émergent. Le niveau de trois mois d'importations est le seuil d'alerte en dessous duquel les risques monétaires sont élevés. Compte tenu du renchérissement des importations, les réserves en devises pourraient se contracter à cinq mois d'importations d'ici à la fin de l'année.

Le pays a perdu 10 Mds USD de réserves en devises (soit 22% du total) depuis le déclenchement de la crise sanitaire et ce malgré le soutien du FMI (8 Mds USD) en 2020, et celui récent de l'Arabie saoudite (5 Mds). La cause principale en est, bien sûr, l'effondrement des recettes touristiques lors de la fermeture des frontières mais aussi la fuite, début 2022, des capitaux spéculatifs qui avaient afflué sous les recommandations favorables des marchés financiers.

Le régime de change est celui d'une parité quasi fixe au dollar avec des décrochages brutaux (cf. graphique). Mi-juin 2022, la livre s'établit à 18,8 pour un dollar. Depuis mars 2022, la dépréciation de la devise a donc atteint 20%.

Outre la baisse des réserves en devises, plusieurs phénomènes vont accentuer la fragilité de la livre égyptienne cette année. Tout d'abord, le déficit du compte courant devrait rester assez élevé à 4,5% du PIB en 2022 et ceci pèsera sur le stock de réserves. La chute de l'épargne issue des pertes de pouvoir d'achat des ménages va maintenir la pression sur le déficit courant. Le soutien des pays du Golfe et les revenus du canal de Suez en hausse pourraient en compenser un peu les effets. De son côté, l'inflation devrait dépasser les 13% en 2022 en Égypte (année calendaire) alors que la prévision d'inflation aux États-Unis s'établit à 8,3% ; le différentiel d'inflation entre les deux pays, qui était très faible depuis début 2020, devrait se creuser et atteindre environ 5% cette année.

Enfin, la probabilité d'un nouveau soutien financier du FMI semble assez forte mais un nouvel accord pourrait mettre plusieurs mois à se négocier et le Fonds pourrait, en contrepartie de son soutien, exiger plus de souplesse du change pour atténuer les impacts sur la balance des paiements et les réserves en devises.



**Notre opinion** – Illustrant les inquiétudes des marchés financiers à l'égard du risque Égypte, la prime de risque souverain à 5 ans atteint plus de 900 points de base à mi-juin (9%). C'est le niveau le plus élevé depuis mi-2013. Le risque de pénurie alimentaire en raison de la guerre en Ukraine et de la rupture des chaînes d'approvisionnement des céréales ne doit pas être sous-estimé. Les risques de tensions sociales pourraient s'intensifier au cours des prochains mois. Cela fait partie des risques à surveiller dans les prochains trimestres.

## Europe centrale et orientale, Asie centrale

### Serbie : des dynamiques économiques et politiques contraintes par le contexte de guerre

L'économie serbe montre un certain degré de résilience dans un contexte mondial plus complexe. La hausse des prix est un des facteurs d'un ralentissement de la croissance du PIB, mais celle-ci devrait néanmoins rester autour de 4% en 2022 après une reprise post-Covid d'environ 7%. Les relations commerciales se font principalement avec les pays membres de l'UE, ce qui devrait faire baisser quelque peu la demande des exportations dans un cadre de ralentissement global de l'UE. Un des atouts majeurs de l'économie serbe ces dernières années reste sa capacité à attirer des investissements étrangers notamment européens, chinois et russes dans le secteur de l'énergie. Cette configuration la place également dans une position assez délicate dans un contexte de guerre au cœur de l'Europe. Jusqu'à présent le pays tirait profit de l'ensemble des puissances économiques et politiques mondiales mais dans les moments de confrontations et d'un renouveau des alliances, Belgrade pourrait être mise face à un positionnement plus claire, ce qui ne pourra pas se faire sans un certain coût économique et politique pour le pays et les dirigeants. Les prochains mois pourraient être assez complexes pour la Serbie.

Après la reprise de 2021 (+7,5%), un certain ralentissement de la croissance du PIB devrait s'enregistrer en 2022 autour de 4%, grâce en partie à l'activité industrielle qui se maintient relativement bien avec une progression de quasiment 10% en avril par rapport à la même période de l'année précédente.

La hausse de l'inflation des prix de l'énergie a immédiatement induit la hausse globale des prix qui a atteint 9,6% en avril 2022. Dans ce contexte inflationniste, qui par ailleurs touche toutes les économies, on assiste à un creusement du solde courant serbe en raison de sa dépendance énergétique vis-à-vis de la Russie notamment. La Russie représente 30% des importations énergétiques de la Serbie et la

coopération entre les deux pays se poursuit malgré le contexte de sanctions de l'UE vis-à-vis de la Russie.

En revanche, les principaux pays partenaires pour les exportations serbes sont des membres de l'UE et, par conséquent, le ralentissement de la croissance des membres de l'UE impactera négativement les exportations. Le solde courant devrait donc continuer à se creuser en 2022 autour de 6% du PIB. Le niveau des réserves de change est quant à lui plutôt confortable avec environ 4,7 mois d'importations, ce qui permet une certaine stabilité de la devise.

Les finances publiques, qui avaient déjà été fortement sollicitées par la crise de la Covid-19 continuent à être un moteur de croissance malgré le creusement des déficits autour de 5% en 2022. Malgré la hausse de la dette publique en 2020, celle-ci reste à un niveau stable (mais néanmoins élevé pour un pays émergent) autour de 57% du PIB.

Le niveau des investissements directs étrangers (IDE) progresse depuis plusieurs années et représente environ 6,3% du PIB. La coopération avec la Chine est une des nouvelles sources d'IDE mais l'UE reste le principal contributeur des investissements étrangers en Serbie.



**Notre opinion** – Le Parti nationaliste Serbian Progressive Party du président Vucic reste la force politique majeur du panorama politique serbe. Les élections législatives et présidentielles d'avril 2022 l'ont confirmé dans un cadre d'affaiblissement des partis de l'opposition et d'une concentration des pouvoirs et de l'autorité autour du président.

Les indicateurs de gouvernance de la Banque mondiale ne montrent pas d'amélioration de la gouvernance dans ce pays, mais au contraire une régulière détérioration est constatée notamment sur la perception de la corruption, l'État de droit et les libertés d'expression (moyenne de 56 en 2015 vs 50 en 2019)

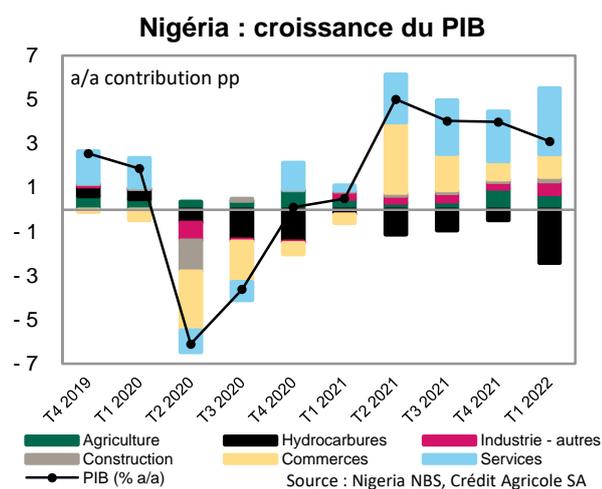
*L'UE devrait continuer à mettre la pression sur une solution de reconnaissance de l'indépendance du Kosovo, ce qui continuera à alimenter les tensions entre Belgrade et Priština, sans pour autant aboutir à une résolution rapide du conflit.*

*Plus globalement, la position serbe devient de plus en plus compliquée à soutenir en raison du contexte de guerre en Ukraine. D'un côté, la Serbie et la Russie ont des relations culturelles et diplomatiques très proches avec une coopération militaire très rapprochée. De l'autre côté, sa nouvelle coopération lucrative avec la Chine s'intensifie depuis plusieurs années au point où la Serbie devrait devenir un des principaux maillons des infrastructures de la route de la soie dans les Balkans en tant que porte d'entrée vers l'UE. En parallèle de tout cela, son processus d'adhésion à l'UE progresse, certes très lentement mais Belgrade est officiellement candidate et maintient son cap sans pour autant se plier à la politique commune des sanctions et sans prendre une position claire vis-à-vis de la guerre en Ukraine. Il est clair que le pays veut se préserver toutes les sources de revenus mais il se peut que les pressions européennes le poussent de plus en plus à un retranchement. Il faut rappeler par ailleurs que l'opinion publique est de moins en moins favorable à une adhésion à l'UE et plutôt sympathisante de V. Poutine. Les prochains mois devraient être de plus en plus délicats et tout durcissement de la position de l'UE vis-à-vis de la Russie devrait rendre encore plus vulnérable la Serbie qui a le cœur tourné vers l'est et le portefeuille vers l'ouest.*

## Afrique sub-saharienne

### Nigéria : le secteur pétrolier toujours en difficulté malgré le contexte

Au premier trimestre 2022, le PIB du Nigéria a progressé de 3,1% par rapport au T1 2021. L'atténuation de l'effet de base de l'année 2020 explique le ralentissement des rythmes de croissance en glissement annuel. Le secteur des services constitue le principal moteur de la croissance au T1, avec une contribution de 3 points de pourcentage. Le commerce (1 point de %) et l'agriculture (0,7 point de %) sont également en expansion.



En revanche, le secteur des hydrocarbures est à la peine. Depuis le déclenchement de la pandémie, le secteur pétrolier enregistre des taux de croissance trimestrielle négatifs. Au T1 2022, il contribue donc négativement (-2 points de %) à la croissance du PIB nigérian.

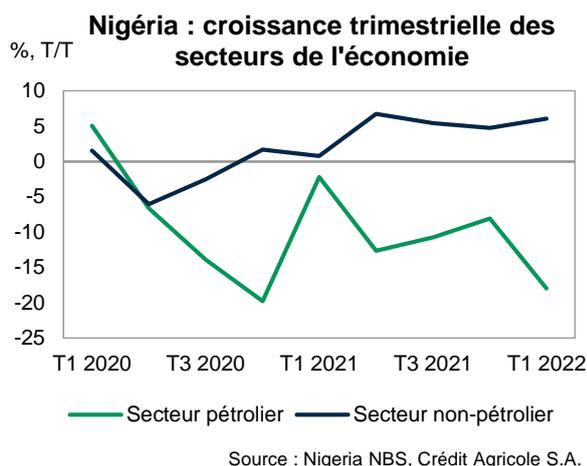
La production pétrolière nigériane se situait à environ 1,9 million de barils par jour (bdp) au T4 2019. Mais à cause de la vétusté des installations,

du manque d'investissement, du vandalisme et des problèmes de sécurité, la production du Nigéria est en baisse structurelle. Au premier trimestre, elle s'est établie en moyenne à 1,3 million de bpd, en léger progrès par rapport au second semestre 2021, mais toujours insuffisante pour remplir les quotas fixés par l'OPEP (1,7 million de bpd pour avril et mai). La tendance n'est toutefois pas à l'amélioration. Le dernier rapport de l'OPEP sur la production des pays membres au mois de mai relève ainsi une forte chute de la production du Nigéria, à 1 million de bpd en moyenne, après 1,22 million de bpd en avril.

Et de plus, comme un symbole des difficultés du secteur au Nigéria, cette baisse permet à l'Angola de ravir au pays, ponctuellement pour l'instant, la place de premier producteur pétrolier du continent africain.

Le secteur pétrolier représente une part limitée de l'économie du Nigéria : 6,8% du PIB au T1 2022. Les conséquences sur la croissance du pays sont donc contenues. En revanche, le pétrole compte pour environ 85% des exportations et a donc un rôle clé pour ses comptes extérieurs. La dynamique de prix lui est actuellement favorable, mais le Nigéria ne profite pas de tout son potentiel.

Le Nigéria est cependant importateur net de pétrole raffiné, du fait de la forte demande intérieure et de ses capacités de raffinage extrêmement faibles. L'ouverture d'une nouvelle raffinerie à la fin de l'année 2022 représentera une évolution majeure de ce point de vue-là. Mais en attendant, la hausse des cours du pétrole se retrouve donc également sur la facture des importations du Nigéria.



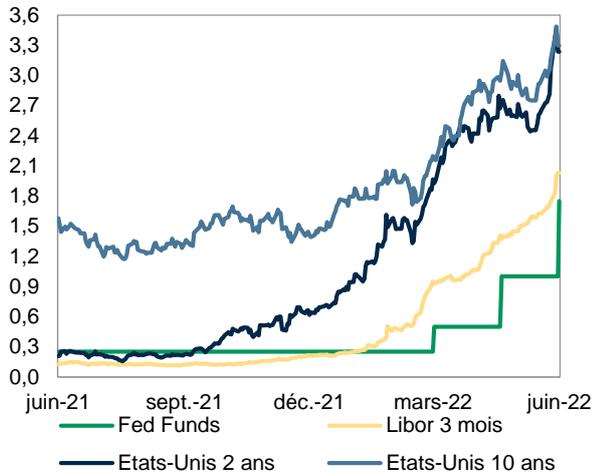
Le maintien de la subvention des prix à la pompe à l'approche des élections nationales du début de l'année prochaine met sous tension le budget du gouvernement. La hausse des recettes du gouvernement provenant du secteur pétrolier et des exportations se retrouve ainsi en partie absorbée par le renchérissement du coût de la subvention au carburant importé.

La ministre des Finances a récemment mis en avant que, du fait des tensions sur la production domestique, les recettes d'exportation sont à la limite de pouvoir couvrir le coût du pétrole importé. Plus de 9,5 milliards de dollars sont prévus pour couvrir le coût de la subvention au carburant, alors que le gouvernement a construit son budget sur l'hypothèse d'une production moyenne de 1,8 million de bdp. Les fluctuations de la production sont donc centrales dans l'équation budgétaire du gouvernement nigérian.

## Tendances à suivre

### Taux d'intérêt en dollar américain

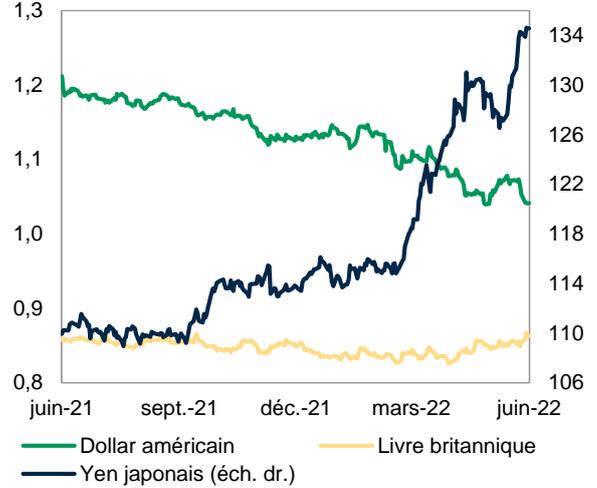
%, interbancaire (Londres) et souverains (Etats-Unis)



Source : Thomson Reuters

### Taux de change des principales devises

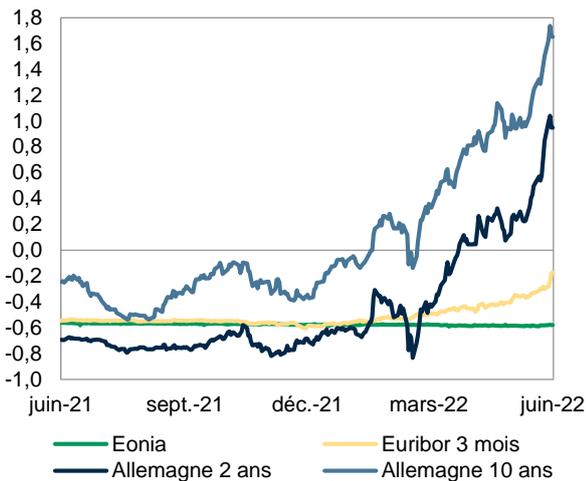
EUR/USD, EUR/GBP et USD/JPY



Source : Thomson Reuters

### Taux d'intérêt en euro

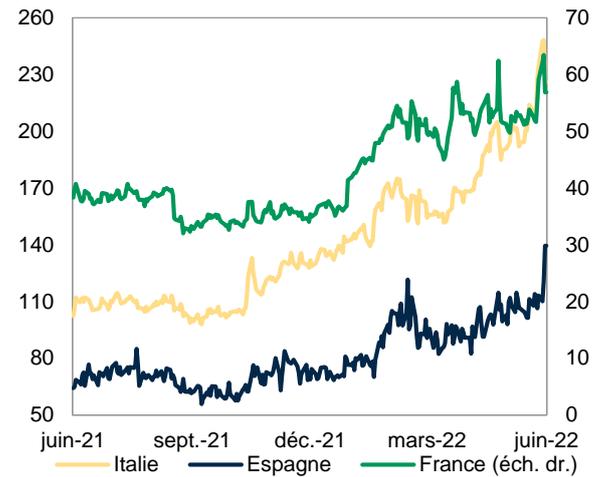
%, interbancaires (Londres) et souverains (Allemagne)



Source : Thomson Reuters

### Spreads souverains européens avec le Bund

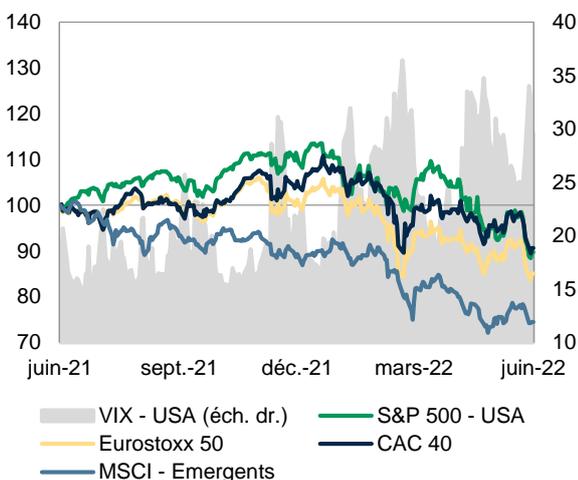
Pdb, dette en EUR à dix ans



Source : Thomson Reuters

### Marché actions

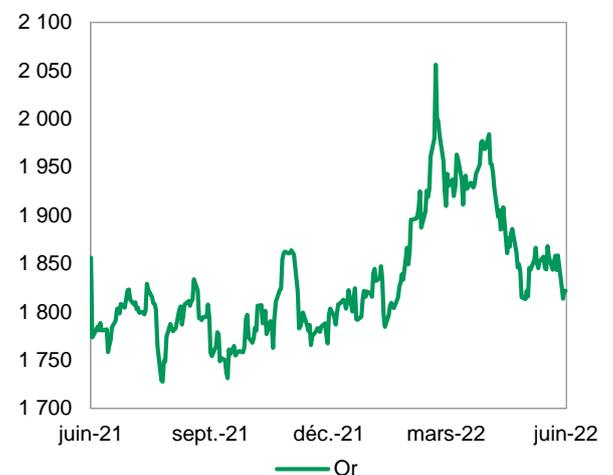
Indice boursiers (100 = début de période) et volatilité VIX



Source : Thomson Reuters

### Cours de l'once d'or

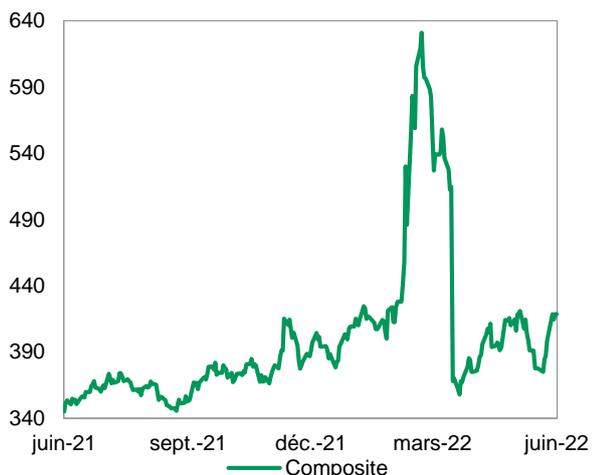
USD/Once troy (Londres)



Source : Thomson Reuters

### Spreads souverains émergents avec le T-Bond

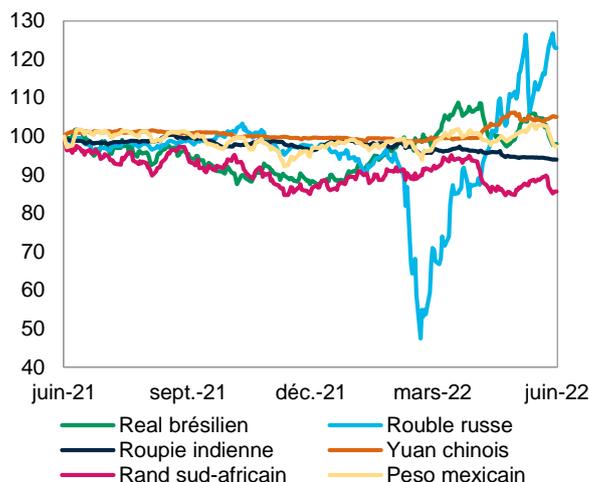
Indices EMBI+ (pdb, dette en USD de plus d'un an)



Source : JP Morgan

### Devises émergentes

/USD (indice 100 = début de période)



Source : Thomson Reuters

### Coût du transport maritime de vrac sec

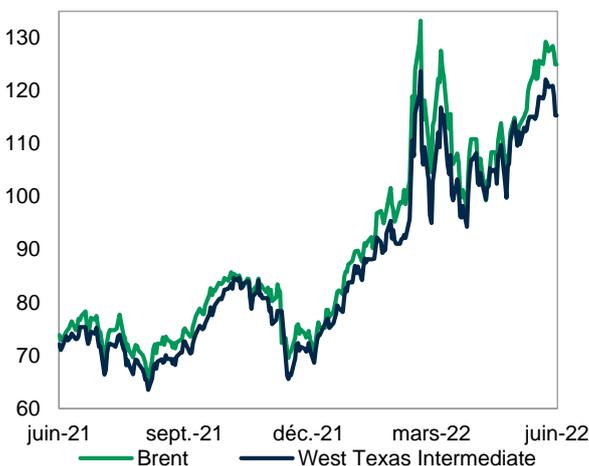
Baltic Dry Index (USD/point)



Source : Baltic Exchange

### Cours du baril de pétrole brut en USD

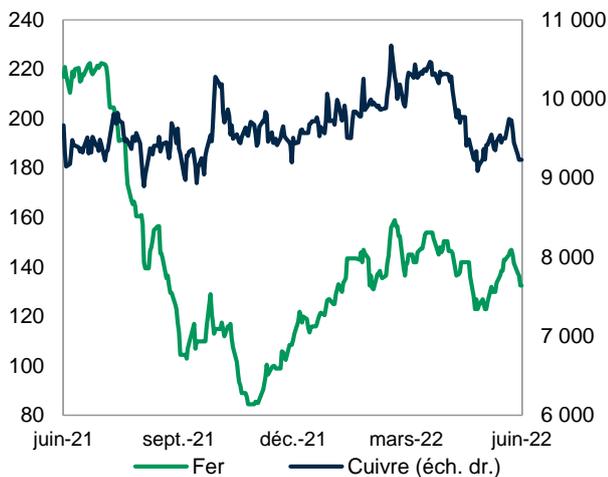
Brent (mer du Nord) et WTI (golfe du Mexique)



Source : Thomson Reuters

### Cours des métaux

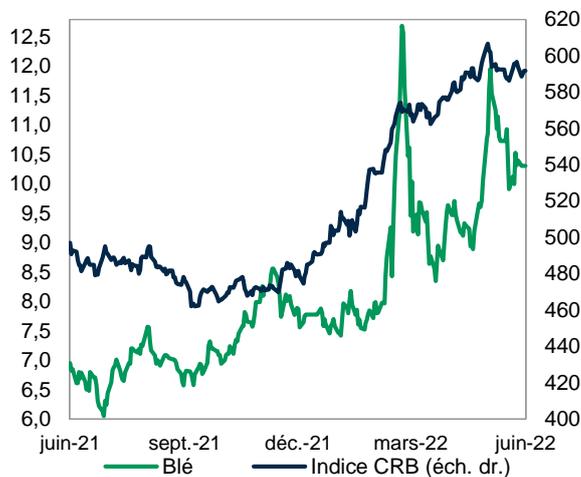
USD/tonne métrique



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
14/06/2022	<a href="#">Royaume-Uni – Boris Johnson sauve son poste, mais demeure fragilisé</a>	Royaume-Uni
13/06/2022	<a href="#">Parole de banques centrales – BCE : normaliser en des temps anormaux et gérer une inflation ingérable, une tâche ardue</a>	Union européenne
10/06/2022	<a href="#">Monde – L'actualité de la semaine</a>	Monde
09/06/2022	<a href="#">Union européenne : après le pétrole, le gaz ? Comment faire face ?</a>	Union européenne
08/06/2022	<a href="#">Zone euro – L'activité résiste bien en dépit de l'inflation !</a>	Zone euro
07/06/2022	<a href="#">Colombie – Surprise politique, croissance et inflation résistantes</a>	Amérique latine
03/06/2022	<a href="#">Monde – L'actualité de la semaine</a>	Monde
03/06/2022	<a href="#">Et du côté de la bataille des idées ? Qui gagnera la guerre mondiale ?</a>	Monde
30/05/2022	<a href="#">Allemagne – Conjoncture : PIB au T1-2022</a>	Europe
25/05/2022	<a href="#">Centrafrique – L'adoption du Bitcoin, une décision qui interroge</a>	Afrique sub-saharienne
24/05/2022	<a href="#">Asie – Chine, Hong Kong : le coût du zéro Covid</a>	Asie
20/05/2022	<a href="#">Monde – L'actualité de la semaine</a>	Monde
20/05/2022	<a href="#">Italie – Scénario 2022-2023 : face au conflit en Ukraine</a>	Italie
19/05/2022	<a href="#">Algérie – Des améliorations économiques certaines, mais plus d'inflation</a>	Afrique du Nord
19/05/2022	<a href="#">Europe – Le 9 mai de l'Europe, un moment géopolitique ?</a>	Europe
19/05/2022	<a href="#">Géo-économie et investissements directs : la puissance auto-réalisatrice des anticipations</a>	Géopolitique

### 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](mailto: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.*