

Perspectives

Hebdomadaire – N°22/213 – 1^{er} juillet 2022

MONDE – L'actualité de la semaine

☞ <i>Inflation et resserrement monétaire, les marchés craignent un atterrissage brutal de l'économie</i>	2
☞ <i>France : l'inflation s'approche des 6% au mois de juin</i>	3
☞ <i>Zone euro : face au rapprochement de la menace, l'UE accélère RepowerEU</i>	3
☞ <i>Allemagne : le climat des affaires s'obscurcit davantage en juin</i>	5
☞ <i>Italie : l'inflation repart à la hausse</i>	6
☞ <i>Espagne : 9 milliards d'euros supplémentaires pour lutter contre l'inflation</i>	7
☞ <i>Hong Kong : sous les yeux de Xi Jinping</i>	8
☞ <i>Moyen-Orient & Afrique du Nord : forte hausse de l'inflation, très menaçante dans certains pays</i>	10

Inflation et resserrement monétaire, les marchés craignent un atterrissage brutal de l'économie

En dépit d'un ralentissement des prix en Allemagne suite à la mise en place de réductions sur les transports publics et les prix du carburant, l'inflation a de nouveau accéléré au mois de juin pour atteindre 8,6% sur un an dans l'ensemble de la zone euro, après 8,1% au mois de mai. Les investisseurs s'inquiètent en conséquence d'un ralentissement à venir de l'activité économique et du resserrement monétaire imminent.

Lors du forum annuel de la Banque centrale européenne (BCE) à Sintra au Portugal, Christine Lagarde a en effet rappelé qu'un premier relèvement du taux de dépôt de 25 points de base (pdb) aurait lieu au mois de juillet, tout en confirmant que des hausses de taux plus fortes étaient envisagées à partir de septembre. Suite à la hausse de l'inflation en juin et alors que l'accélération des prix devrait se poursuivre encore plusieurs mois, la perspective d'une hausse de 50 pdb des taux directeurs de la BCE au mois de septembre semble se confirmer.

L'inflation et la remontée rapide des taux d'intérêt augmentent le risque d'un atterrissage brutal de l'économie et les investisseurs craignent un net freinage de l'activité, voire une récession au cours des prochains trimestres. Les enquêtes de confiance des ménages, orientées à la baisse, plaident en faveur d'un ralentissement de la demande. Aux États-Unis, l'indicateur du *Conference Board* atteint 98,7 au mois de juin et passe en dessous de sa moyenne de long terme (100) pour la première fois depuis février 2021. Des dynamiques similaires sont observables en Europe. En France, malgré un marché du travail toujours dynamique, la confiance des consommateurs est en chute libre depuis 6 mois et désormais nettement inférieure à sa moyenne de long terme ; cela signale bien que l'inflation constitue une menace forte sur le pouvoir d'achat des ménages et sur leur consommation.

Face à un probable ralentissement de la demande, le prix du baril de Brent se replie légèrement sur la semaine (-2,1%) mais reste toutefois supérieur à 110 USD par baril. Le prix du gaz a également reculé d'environ 9% après avoir fortement augmenté la semaine précédente suite aux perturbations sur Nord Stream 1 réduisant l'approvisionnement en provenance de Russie.

L'aversion au risque était ainsi de mise sur les marchés financiers cette semaine. Aux États-Unis, le S&P500 cède 3,2% tandis qu'en Europe, le CAC40 perd 2,1% sur la semaine tout comme l'Eurostoxx50. Au total, sur le premier semestre, le S&P500 a baissé de 20,6%, l'Eurostoxx50 a cédé 19,5% et le CAC40 16,8%.

Sur les marchés obligataires, le rendement des *Treasuries* à 10 ans recule de 14 pdb à 3% alors que celui du Bund à 10 ans perd 5 pdb pour atteindre 1,4%. Les mouvements des *spreads* ont été limités. À Sintra, C. Lagarde a en effet confirmé que, malgré le resserrement de sa politique monétaire, la BCE était déterminée à lutter contre le risque de fragmentation dans la zone euro.

Pour ce faire, la BCE pourrait notamment ajuster le réinvestissement des titres acquis dans le cadre de ses programmes d'achat d'actifs arrivant à échéance en faveur des pays de la périphérie comme l'Italie ou l'Espagne. La présidente de la BCE semble avoir été entendue puisque, malgré l'aversion au risque des investisseurs, l'écart de taux entre le Bund et l'obligation italienne à 10 ans recule de 8 pdb sur la semaine et repasse sous les 200 pdb. Seul le *spread* entre le Bund et l'OAT à 10 ans augmente légèrement (+5 pdb) à 52 pdb, en raison probablement de l'incertitude entourant les alliances politiques en négociation à l'Assemblée nationale et la capacité du gouvernement français à entreprendre des réformes sans majorité absolue alors même que la création d'une coalition est jusqu'à présent laborieuse.

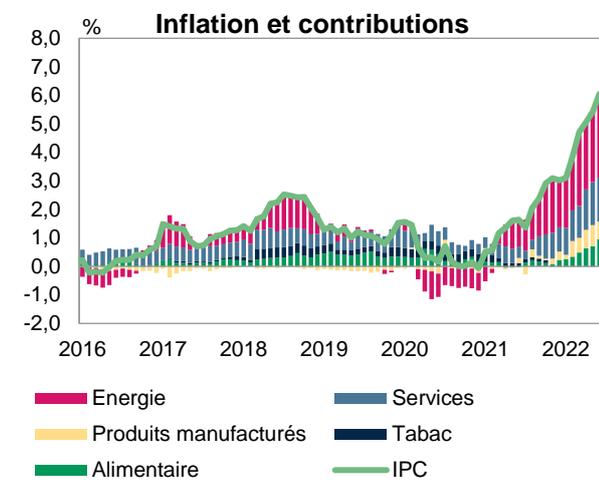
Sur le marché des changes, les mouvements ont été d'une ampleur limitée sur une semaine. L'euro se renforce face à la livre sterling (+0,5% à 0,86 GBP) mais perd 0,8% face au dollar à 1,05 USD. Le dollar américain se renforce d'ailleurs légèrement face à la plupart des devises.

Zone euro

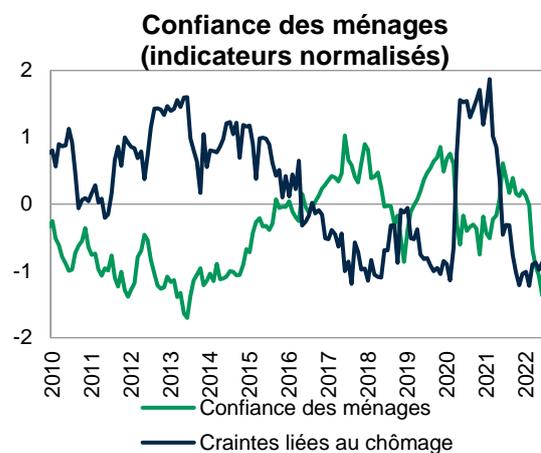
France : l'inflation s'approche des 6% au mois de juin

L'inflation (CPI) atteint 5,8% sur un an au mois de juin, une nouvelle accélération après +5,2% au mois de mai. Bien qu'elle ne représente que 9% du panier de consommation en biens et services des ménages, l'énergie représente une nouvelle fois la principale contribution à la hausse du niveau des prix. En hausse de 33% sur un an, les prix de l'énergie contribuent en effet à hauteur de 3 points à l'inflation. Les prix des biens alimentaires continuent également à augmenter (+5,7% sur un an) tandis que le prix des biens manufacturés se stabilise sur un mois mais progresse de 2,6% sur un an. Dans les services, l'inflation atteint 3,2% sur un an, un rythme similaire à celui du mois de mai.

Alors qu'elle approche de 6%, l'inflation pourrait encore augmenter au cours des prochains mois et s'établirait entre 6,5% et 7% entre septembre et la fin de l'année avant de décélérer progressivement en 2023. L'accélération de l'inflation pèse d'ailleurs sur la consommation et la confiance des ménages. En juin, la confiance des ménages baisse à nouveau et atteint 82, un niveau nettement inférieur à sa moyenne de long terme (100) et au plus bas depuis 2013. En outre, ceci se produit alors que les craintes du chômage restent à des niveaux très bas. C'est bien l'inflation qui crée de l'incertitude sur le niveau de vie futur des ménages les incitant à différer certains achats importants, par exemple.



Sources : Insee, Crédit Agricole SA ECO



Sources : Insee, Crédit Agricole SA ECO

✓ Notre opinion – L'inflation pèse sur le pouvoir d'achat qui a connu un premier recul en début d'année et déclinerait de 1% environ en 2022. Le bouclier tarifaire mis en place depuis le mois d'octobre et prolongé au moins jusqu'à la fin de l'année permettrait de réduire l'inflation de 2 points et explique donc en grande partie le différentiel d'inflation entre la France et les autres pays européens qui connaissent une inflation encore plus forte (à 8,6% en moyenne dans la zone euro au mois de juin). Cependant, il ne suffit pas à éviter des pertes de pouvoir d'achat. Il a été créé notamment pour gommer les inégalités face à l'inflation, le poids de l'énergie dans le panier de consommation des ménages pouvant varier du simple au double entre un habitant de Paris et celui d'une commune rurale. Un nouveau volet de mesures destinées à soutenir le revenu devrait être présenté au mois de juillet dans le cadre de la « loi pouvoir d'achat » qui prévoit notamment la revalorisation des minima sociaux, du point d'indice dans la fonction publique et des pensions de base. Un chèque alimentaire de 100 euros est également prévu pour les ménages modestes. Au total, ce dispositif coûterait autour de 8 Mds€, un montant à ajouter aux 30 Mds€ du bouclier tarifaire. L'inflation atteindrait 5,5% en France en moyenne annuelle en 2022, avant d'entamer un déclin graduel l'année prochaine.

Zone euro : face au rapprochement de la menace, l'UE accélère RepowerEU

Avec la récente réduction de l'approvisionnement en gaz de la part de Gazprom aux entreprises de cinq pays, ce sont désormais douze États membres de l'UE qui sont directement touchés par la baisse, voire l'arrêt complet, des livraisons de gaz de Russie. Aujourd'hui, les exportations de gaz russe vers l'UE représentent la moitié de ce qu'elles étaient il y a un an.

Si le système gazier européen a bien réagi et a pu jusqu'à présent absorber les coupures en rendant opérationnel le plan REPowerEU : au mois de mai, les livraisons de GNL – avec 12,8 milliards de m³ – ont atteint un quart des 50 milliards de m³ supplémentaires prévus par le plan pour remplacer les importations de gaz russe. Le stockage progresse avec un taux de remplissage supérieur à

56%, soit plus que la moyenne historique. Le Conseil européen et le Parlement européen ont répondu rapidement à la demande de la Commission d'adopter les modifications à la réglementation relative au stockage en exerçant une pression sur les entreprises pour qu'elles agissent et garantissent par le stockage une marge de sécurité supplémentaire pour passer l'hiver, en cas d'interruption totale de l'approvisionnement en gaz russe.

Car ce risque est de plus en plus présent et Gazprom a déjà annoncé une maintenance de Nord Stream 1 du 11 au 21 juillet. On ne peut donc pas exclure que la Russie prenne d'autres décisions pour couper l'approvisionnement à cette occasion.

Les ministres européens de l'Énergie se sont donc accordés sur un plan d'action pour la **préparation à l'hiver qui s'articule autour de six actions**.

- Premièrement, renforcer la surveillance et la coordination par l'intermédiaire du groupe de coordination pour le gaz pendant les mois d'été.
- Deuxièmement, remplacer la consommation de gaz par d'autres combustibles dès que possible, dans les secteurs industriels, mais aussi pour l'électricité et le chauffage.
- Troisièmement, stimuler les économies d'énergie et l'efficacité énergétique dès maintenant. Un certain nombre de mesures avaient été identifiées dans REPowerEU, permettant de réduire rapidement la consommation de pétrole et de gaz de 5%.
- Quatrièmement, actualiser les plans nationaux d'urgence et conclure les accords de solidarité en suspens, dont seulement six sont en place.
- Cinquièmement, la Commission s'est engagée à présenter un plan coordonné de réduction de la demande. Sur la base d'une analyse actualisée des scénarios pour l'hiver prochain, elle proposera des bonnes pratiques pour économiser le gaz de manière préventive et des orientations sur la gestion de la demande des consommateurs non protégés, en particulier l'industrie.

- Sixièmement, redoubler d'efforts pour la diversification des approvisionnements sans se concurrencer entre pays membres, grâce à la plateforme énergétique de l'UE qui se met rapidement en place. Une coopération étroite avec les États-Unis s'est déjà traduite par un niveau record de 28 milliards de m³ de livraison de GNL prévus au total pour l'année 2022. Une déclaration commune avec la Norvège ainsi qu'un protocole d'accord avec l'Égypte et Israël ont été conclus. Un autre mémorandum, destiné à préparer le terrain pour doubler la capacité du gazoduc transadriatique, est en cours de négociation avec l'Azerbaïdjan. Les outils juridiques nécessaires à de futurs achats conjoints sont en cours d'élaboration par la Commission.

Le règlement de l'UE sur le stockage du gaz exige que les réserves de gaz de l'Europe soient remplies avant l'hiver et que leur gestion soit protégée contre toute interférence extérieure. Les nouvelles règles exigent des États membres qu'ils remplissent les installations de stockage à 80% de leur capacité d'ici novembre. Les États membres dépourvus d'infrastructures de stockage sont tenus de convenir d'accords bilatéraux pour que des quantités suffisantes soient stockées pour leur usage dans les pays voisins, dans un esprit de solidarité. Les installations de stockage de gaz seront désormais considérées comme des infrastructures critiques et tous les opérateurs de stockage dans l'UE devront se soumettre à un nouveau processus de certification afin de réduire les risques d'interférences extérieures.

La Commission a été mandatée par le Conseil européen et par le G7 pour proposer des mesures supplémentaires pour réduire la flambée des prix. L'objectif de ces nouvelles mesures est aussi d'empêcher la Russie de tirer profit de sa guerre d'agression par la réduction des recettes russes provenant des hydrocarbures. La possibilité d'introduire des plafonds temporaires pour les prix à l'importation est envisagée.

☑ Notre opinion – Les propositions sur le plafonnement des prix de l'énergie de la Commission sont attendues pour le Conseil européen d'octobre. Entretemps l'épée de Damoclès d'une nouvelle interruption des livraisons de gaz russe pourrait se matérialiser. Ces coupes s'inscrivent dans une stratégie délibérée d'instrumentalisation du commerce du gaz, visant à répandre l'incertitude, à déstabiliser le marché européen et à empêcher le remplissage adéquat des stockages. Elles sont conçues pour augmenter les prix de l'énergie et compromettre la sécurité de l'approvisionnement. La matérialisation d'un scénario d'interruption totale de l'approvisionnement en gaz aura un impact qui se chiffre à environ 2 points de croissance en moins pour la zone euro par rapport à notre scénario central à 2,5% en 2022 et à 1,1% en 2023. Cet impact s'explique par l'amplification de trois chocs : un choc d'offre plus fort lié au rationnement, un choc de demande plus mordant lié à une inflation plus élevée et un choc de confiance plus marqué qui passe par une révision de la valorisation des actifs. Plus cet arrêt interviendra tardivement dans notre scénario, plus les effets de substitution et les ajustements pourront opérer et limiter l'impact sur la croissance. La substitution par d'autres sources est en effet possible mais elle est néanmoins limitée à court terme, notamment pour le gaz. Un quart de l'input de gaz utilisé dans la production d'électricité peut être, plus ou

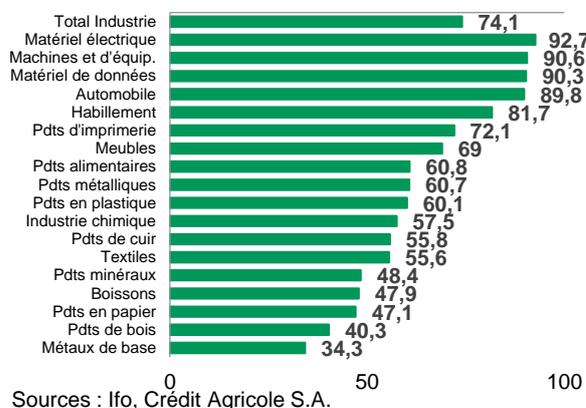
moins facilement, remplacé par d'autres sources d'énergie selon les pays en fonction de leur bouquet énergétique. Si la demande d'énergie par les ménages, l'industrie et les services peut trouver des substituts grâce à d'autres intrants ou d'autres produits finaux moins intensifs en gaz et en énergie, le gaz n'est en revanche pas remplaçable dans de nombreux processus industriels (par exemple, la chimie). Les estimations de l'élasticité de substitution du gaz dans l'économie des pays de la zone euro suggèrent une substituabilité de l'ordre de 10% à 20% à court terme qui peut cependant augmenter à long terme. Si cette élasticité n'est pas élevée, le simple fait qu'elle ne soit pas nulle, réduit radicalement l'impact négatif du choc sur l'offre. Face à ce choc puissant l'action des politiques économiques sera alors cruciale pour en atténuer l'effet sur l'activité mais sera contrainte par des arbitrages plus complexes

Allemagne : le climat des affaires s'obscurcit davantage en juin...

L'indice du climat des affaires allemand a reculé au mois de juin pour atteindre 92,3 points contre 93 pts en mai. Les anticipations d'activité à six mois sont également plus pessimistes à 85,8 pts contre 86,9 pts le mois précédent. Les entreprises craignent qu'une inflation plus élevée et durable qu'attendu ne vienne nuire à leur développement. Par ailleurs, le risque de pénurie de gaz s'est considérablement accru avec la réduction des flux de gaz russe transitant par le gazoduc Nord Stream 1 depuis le 14 juin, d'autant qu'une maintenance du même gazoduc devrait avoir lieu courant juillet avec une incertitude forte sur la reprise des flux ensuite. L'enquête Ifo – étant réalisée avant la mi-juin –, ne tient pas compte de cette réduction des livraisons, il est donc vraisemblable que la situation se dégrade davantage le mois suivant au regard de la défiance des entreprises sur la situation économique à venir. La ventilation de l'indice par secteurs nous signale une détérioration plus prononcée dans le commerce et une situation toujours défavorable dans la construction. Dans l'industrie, la situation s'est légèrement dégradée, tandis que dans les services la situation continue de s'améliorer assez nettement portée par l'approche des vacances estivales.

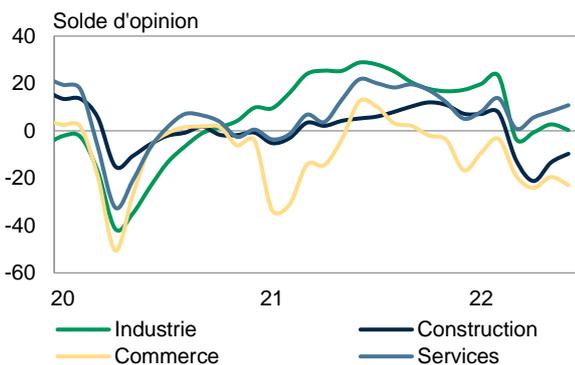
des pénuries conséquentes en produits intermédiaires au mois de juin. Dans des secteurs clés pour le pays, comme l'automobile ou les machines-outils, cette proportion atteint même les 90% et très peu de branches sont épargnées par ce souci.

Allemagne : pénurie de produits intermédiaires dans l'industrie



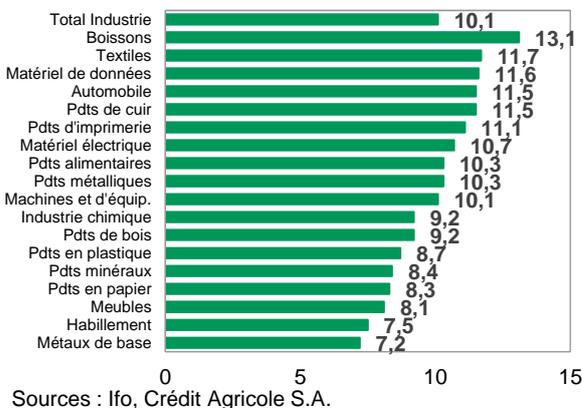
Par ailleurs, les anticipations de durée des pénuries s'allongent et atteignent dorénavant plus de 10 mois en moyenne pour l'ensemble de l'industrie, un chiffre qui monte à un an dans l'automobile et qui suggère une situation encore critique à moyen terme.

Allemagne : climat des affaires par secteurs



Le secteur industriel continue de subir une pénurie aiguë de produits intermédiaires. Ainsi, plus de 74% des entreprises interrogées déclarent faire face à

Allemagne : durée prévue de la pénurie de produits intermédiaires

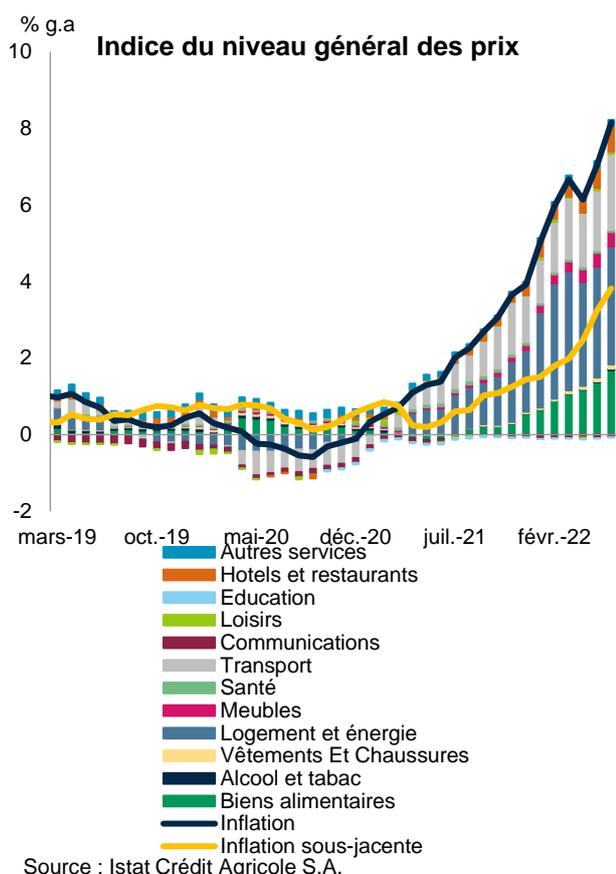


Notre opinion – Le climat des affaires allemand s'assombrit en juin et suggère un ralentissement à venir de l'activité au regard des tensions toujours exercées par les pénuries de matières premières, une inflation encore très élevée et le risque majeur d'une rupture intempestive de l'approvisionnement en gaz russe. Notre prévision de croissance annuelle à +1,7% cette année pourrait être sérieusement amputée en cas de

fermeture complète du robinet gazier russe dans la mesure où les terminaux flottants permettant l'accueil du GNL ne seraient opérationnels qu'au tout début de l'année 2023. Le remplissage des stocks conformément aux objectifs fixés de 90% d'ici au mois de novembre prochain semble également plus difficilement atteignable. Les entreprises industrielles allemandes redoutent donc un rationnement en gaz qui nécessitera une organisation encore à préparer.

Italie : l'inflation repart à la hausse

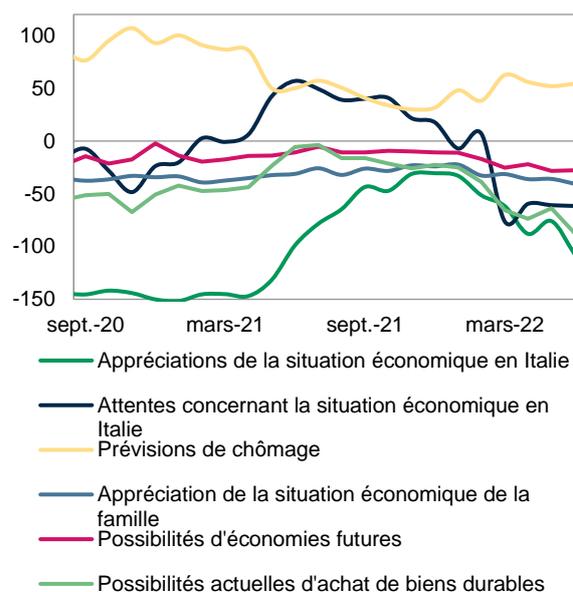
L'inflation italienne a franchi un nouveau cap au mois de juin dépassant les 8% en glissement annuel contre +6,8% au cours du mois précédent. Elle reste tirée par la hausse des biens énergétiques non réglementés¹ (+39,9% contre de +32,9% en mai) et dans une moindre mesure par les prix des biens énergétiques réglementés² qui continuent d'enregistrer une croissance très élevée mais stable (+64,3%). La hausse des prix est également nourrie par l'accélération des prix des produits alimentaires tant transformés (de +6,6% à +8,2%) que non transformés (de +7,9% à +9,6%). En outre, les effets de contagion entre les composantes les plus volatiles de l'indice générale des prix et les autres catégories de bien tendent à se renforcer conduisant à une nouvelle accélération de l'inflation sous-jacente qui tutoie les 4% en juin (à +3,8% contre +3,2% en mai).



La dynamique des prix à la production industrielle n'est pas en reste. Ces derniers ont crû de 0,6% en mai par rapport à avril atteignant ainsi une croissance en glissement annuel de 34,6%, soit en légère

baisse par rapport au mois précédent (+35,3%). Tandis que la hausse des prix sur le marché extérieur reste soutenue, elle s'est légèrement modérée sur le marché intérieur. Tous secteurs confondus, la croissance des coûts de production la plus significative concerne principalement celle des coûts de transport qui influent aussi bien sur les coûts de production dans les services que dans la construction. Pour ce qui est de l'industrie, outre les coûts de transports, les professionnels du secteur observent une croissance toujours continue du prix des intrants issus de la métallurgie, mais aussi ceux de l'industrie chimique et du secteur papier bois.

Enquête de confiance des ménages



Source : Istat; Crédit Agricole S.A.

Les effets de ces tensions multiples sur les prix tendent à se matérialiser dans les enquêtes d'opinion qui pointent de plus en plus une nette inflexion du cycle. Le PMI manufacturier enregistre sa sixième baisse (de 50,9 contre 51,9 en mai) depuis le début de l'année et les craintes formulées depuis plusieurs mois commencent à se confirmer. En effet, les freins du côté de l'offre tendent à laisser la place de plus en plus à des problématiques de demande qui se traduisent entre autres par un net ralentissement dans les carnets de commandes. Ce constat est également visible dans les enquêtes d'opinion des ménages qui ne cessent de se dégrader. L'indice de confiance des ménages est

¹ Pétrole et carburant

² Gaz et électricité

passé sous la barre des 100 et a atteint son plus bas niveau depuis novembre 2020. Les inquiétudes des ménages concernent principalement la dégradation

de la situation économique qui influe négativement sur leur situation personnelle.

✓ Notre opinion – À l'exception du marché de l'emploi qui continue de montrer une amélioration du chômage (8,1% en mai), tous les autres voyants conjoncturels sont au rouge. Les conséquences de la guerre tendent à se matérialiser davantage dans les indicateurs avancés laissant présager, si la situation actuelle venait à perdurer, des perspectives dégradées pour ce deuxième semestre. L'inflation du panier de biens moyens atteint +8,3% en juin, pénalisant davantage le pouvoir d'achat et augmentant les craintes des ménages. Les perspectives de l'industrie font face à un repli de la demande. Les prix des intrants continuent à côtoyer des sommets et bien que les risques de pénuries liés à l'engorgement des chaînes de valeur tendent à s'atténuer, le risque d'une coupure de gaz lui est de plus en plus concret.

Espagne : 9 milliards d'euros supplémentaires pour lutter contre l'inflation

Le président du gouvernement Pedro Sánchez a annoncé cette semaine les mesures incluses dans le nouveau décret anti-crise. Avec ce nouvel ensemble de mesures, valable jusqu'au 31 décembre, l'exécutif entend contenir l'inflation de 3,5 pp. Le décret représente un effort budgétaire de 9 Mds€. Outre la prolongation jusqu'à la fin de l'année de toutes les aides temporaires approuvées dans le décret de printemps (l'aide de 20 centimes par litre sur le carburant, dont la prolongation coûtera un peu plus de 4 Mds€, le bonus social ou la suspension des expulsions), les nouvelles mesures se concentrent principalement sur les ménages.

- Une aide directe de 200 € pour les ménages ayant des revenus inférieurs à 14 000 € par an et un patrimoine inférieur à 43 196 €. Le gouvernement estime que cette mesure bénéficiera à quelque 2,7 millions de foyers et coûtera 540 Mn€.
- L'augmentation de 15% des pensions non contributives de retraite et d'invalidité, ainsi que du revenu minimum vital (RMV). Le renforcement des deux avantages profitera à plus de 800 000 foyers, selon les calculs de l'exécutif.
- La réduction de 50 % sur le coût des abonnements et des titres de transport multi-trajets, qui entrera en vigueur à partir du 1^{er} septembre.
- Aussi, la TVA sur l'électricité passera de 10% à 5%. Cette mesure profitera à tous les ménages,

indépendants et entreprises espagnols (27,7 millions), quel que soit le type de tarif qu'ils ont contracté et leur consommation habituelle.

- La suspension de la taxe de génération de l'électricité et la réduction de la taxe spéciale sont maintenues au minimum autorisé par la Commission européenne : 0,5%, contre 5,1% habituellement. La baisse de la fiscalité intervient après que le plafonnement du prix du gaz naturel pour la production d'électricité, entré en vigueur il y a quinze jours, donne moins de résultats que prévu à ce jour : dans sa première semaine d'application, la baisse du prix du gaz d'électricité sur le marché réglementé était d'environ 11%, contre une fourchette comprise entre 15 et 20% prévue par le gouvernement.
- Finalement, un nouvel impôt qui taxera les bénéficiaires extraordinaires des grandes entreprises énergétiques sera créé. Il affectera non seulement les compagnies d'électricité, mais aussi les compagnies pétrolières et gazières, celles qui ont vu leurs bénéfices augmenter le plus en raison de la crise énergétique. Il entrera en vigueur à partir du 1^{er} janvier 2023, mais portera sur les bénéfices récoltés en 2022.

Le texte de loi arrivera au Congrès dans les prochaines semaines, selon le gouvernement, avec l'objectif de répartir le poids de l'effort pour faire face à une inflation élevée.

✓ Notre opinion – Le deuxième plan en moins de trois mois pour atténuer la spirale inflationniste apparaît quelques jours avant la publication du chiffre d'inflation de juin : 10,2% en glissement annuel, du jamais vu depuis 1985. La bataille contre la hausse des prix en Espagne a commencé il y a un an. Le 25 juin 2021, l'exécutif annonçait le premier décret de mesures visant à atténuer la hausse des prix de l'énergie, alors focalisé sur le prix de l'électricité. Puis, à l'automne, il proposait des mesures pour contenir la hausse des prix de gros. Le 29 mars 2022, le gouvernement a lancé un plan contre les effets de la guerre qui comprenait une subvention à l'essence de 20 centimes par litre comme principale mesure. Avec le décret actuel, toutes les mesures de ces plans seront prolongées. Selon les calculs du gouvernement, l'IPC pourrait être abaissé de 3,5 points. Jusqu'à présent, les aides fiscales à l'électricité n'ont réduit l'inflation que d'un point.

Pays émergents

Asie

Hong Kong : sous les yeux de Xi Jinping

Jusqu'au bout, le doute a plané. Mais c'est bien en présence de Xi Jinping que le nouveau chef de l'exécutif hongkongais, John Lee, a été intronisé ce vendredi 1^{er} juillet. Une date toute symbolique puisqu'elle marque aussi le vingt-cinquième anniversaire de la rétrocession de Hong Kong. Autrefois jour de manifestation, tout rassemblement est interdit depuis 2021.

Symbolique, la visite de Xi Jinping l'était toute autant, et à plus d'un titre. Déjà, parce qu'il s'agissait de son premier déplacement hors de Chine continentale depuis janvier 2020. Ensuite, parce que la dernière datait de 2017, à l'occasion de l'entrée en fonctions de Carrie Lam, le prédécesseur de John Lee. Depuis, il y a eu les manifestations de 2019, suivies par la promulgation de la loi sur la sécurité nationale, et surtout le Covid-19, et une stratégie sanitaire calquée sur celle de Pékin.

Et si les rencontres organisées autour de Xi Jinping (les heureux élus ont été confinés pendant plus de dix jours, afin de ne prendre aucun risque de contamination) n'en ont rien laissé paraître, le dirigeant chinois rappelant que « *tant que nous adhérons à la politique "Un pays, deux systèmes", Hong Kong pourra jouir d'un avenir meilleur et la ville pourra contribuer davantage au grand renouveau de la nation chinoise* » ; chacun sait que la promesse faite par Deng Xiaoping que « *rien ne changerait* » n'a pas été tenue.

En réalité, c'est peut-être surtout sur le plan économique que l'influence chinoise se fait le plus ressentir, notamment en raison du Covid. Si les autorités hongkongaises ont tenté un assouplissement relatif des mesures et acceptent de vivre avec un nombre de cas supérieur à celui de la Chine continentale (en absolu et rapporté au nombre d'habitants), elles n'ont pas cédé aux demandes pressantes de la pourtant puissante communauté d'affaires qui les presse de rouvrir les frontières aux non-résidents.

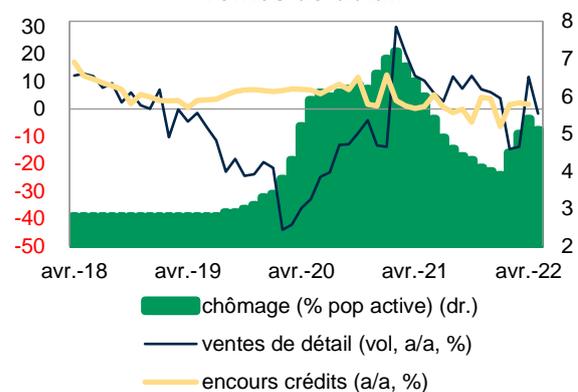
Une décision qui ne s'explique que par l'attitude de Pékin, qui avait fait miroiter à Hong Kong une réouverture prioritaire de sa frontière terrestre au début de la pandémie, frontière par laquelle transitaient jusqu'en 2020 une bonne partie des près de 45 millions de touristes chinois, qui se pressaient ensuite dans les centres commerciaux de la ville. Une réouverture au reste du monde, hors Chine continentale, paraît aujourd'hui encore bien compliquée. Alors que Pékin avait accusé Hong Kong d'être responsable de la vague de contaminations observée à Shenzhen en début d'année, les autorités hongkongaises devraient

accepter de prendre le risque de voir l'histoire se répéter, une hausse du trafic international drainant nécessairement de nouveaux cas, et de subir les foudres de son voisin.

Mais alors que faire pour compenser les pertes de revenus liées au tourisme international ? À plusieurs reprises, l'exécutif a mis la main à la poche et distribué des bons d'achat à tous les résidents. Les ventes au détail avaient ainsi largement rebondi en avril (+11,7% en glissement annuel), après la dernière campagne de distribution. Un effet qui s'est estompé dès le mois suivant (-1,7% en g.a.), ce qui montre les limites du système, dont l'effet multiplicateur, même en économie fermée (les bons ne sont utilisables que pour acheter des biens et services locaux) ne compense pas le manque à gagner touristique. De nouvelles distributions sont néanmoins prévues en août.

Le marché du travail, qui bénéficiait d'une situation de quasi plein-emploi avant le Covid, avec un chômage en-dessous des 3%, porte encore les stigmates de la crise, avec un niveau de chômage autour de 5% depuis début 2022 – et ce malgré tous les départs, notamment parmi les expatriés.

Hong Kong : chômage, crédit, ventes de détail



Au-delà de la sphère réelle, le secteur financier pâtit aussi du ralentissement de l'économie, et des incertitudes liées à la stratégie zéro Covid héritée de Chine. Le rythme des introductions en bourse, dont Hong Kong était jusqu'ici leader mondial, s'est littéralement effondré : 1,4 milliard de dollars levé sur le premier semestre 2022, contre 18,6 milliards sur la même période en 2021. Hong Kong a jusqu'ici réussi à conserver son rôle de plateforme pour les banques internationales désireuses de travailler avec la Chine, mais sa capacité à garder ce rôle pour l'ensemble de l'Asie pose question, surtout tant que les flux humains seront si contraints.

☑ **Notre opinion** – Xi Jinping devrait rester encore plusieurs mois le seul passager de la gare de Kowloon West, rouverte pour la première fois depuis 2020 à l'occasion de sa visite officielle. Loin de la promesse initiale de la connecter au réseau ferroviaire chinois, Hong Kong apparaît plus isolée que jamais, perdue entre son passé de ville-monde et son futur annoncé de province chinoise. Toute la question est de savoir si ces deux statuts sont compatibles, et jusqu'où Pékin souhaitera que les deux systèmes se rapprochent.

Après le mandat de Carrie Lam, jugé désastreux de part et d'autre (par Pékin pour avoir laissé les manifestations dégénérer, par le reste du monde pour avoir abandonné les ambitions démocratiques de Hong Kong), John Lee hérite également d'une situation économique aussi compliquée qu'inédite. Hong Kong dispose encore de larges réserves pour se défendre sur le plan budgétaire et monétaire, mais son affaiblissement la rend toujours plus dépendante d'une Chine de moins en moins patiente sur la question de la souveraineté.

Moyen-Orient et Afrique du Nord

Moyen-Orient & Afrique du Nord : forte hausse de l'inflation, très menaçante dans certains pays

Sauf exception (Arabie saoudite notamment), l'inflation progresse significativement cette année dans tous les pays de la région.

Les phénomènes à l'origine de cette hausse et qui se combinent sont désormais très bien connus. Au scénario d'accélération de la croissance post-Covid de 2021 et d'augmentation des prix mondiaux, s'ajoute l'impact de la guerre en Ukraine qui a provoqué la très forte hausse des prix de l'énergie (pétrole et gaz), de celui des matières premières agricoles (les céréales) et de l'ensemble des biens et services qui y sont liés (les transports notamment).

Deux autres raisons majeures se sont invitées en début d'année : d'une part la sécheresse, qui frappe surtout les pays du Maghreb, elle a affecté les productions agricoles et tiré les prix alimentaires à la hausse ; et d'autre part, la fragilité du change dans certains pays, ce qui a provoqué de l'inflation importée.

Effectivement, l'inflation est fortement influencée dans la région par les régimes de change fixe au dollar américain (peg) et par la dévaluation brutale de certaines devises, ce qui crée immédiatement une hausse des prix des biens importés en raison de balances commerciales excessivement déficitaires dans les pays non pétroliers.

Pour l'année 2022, les prévisions d'inflation s'établissent donc en moyenne entre 4% et 5% pour les pays pétroliers du Golfe, en partie protégés par leurs politiques monétaires de change fixe au dollar américain mais qui sont toutefois influencées par celle de la Fed. L'inflation de 2022 excède nettement les cibles fixées par les banques centrales.

Exception dans la région, l'Arabie saoudite ne devrait connaître qu'une inflation modérée de 2,5% en 2022, principalement en raison d'un effet de base à la baisse après la très forte hausse de la TVA en 2020 et 2021.

Hors ce cas particulier, les Émirats devraient connaître une inflation de 4,5%, alimentée également par la stabilisation des prix de l'immobilier (surtout à Dubaï) et en partie corrélée aux prix des biens de consommation massivement importés. Au Qatar, pour des raisons en partie similaires, l'inflation va atteindre 4,2%, une prévision qui devrait être identique à Oman et Bahreïn tandis qu'elle pourrait monter jusqu'à 5% au Koweït. Dans ces pays, les hausses constatées sont assez absorbables et probablement temporaires. Elles ont commencé à influencer les politiques monétaires par des hausses (encore modérées) des taux. Les autres pays producteurs d'hydrocarbures vont connaître des hausses d'inflation significatives à 6% pour la Libye et sans doute 7,6% pour l'Irak. Pays totalement

rentiers, l'importation de la quasi-totalité des biens de consommation explique ces taux élevés.

Moyen-Orient - Afrique du Nord: inflation

	PAYS	Inflation 2021	Inflation 2022 e	Inflation 2023 p
1	Algérie	6,6	10,7	7,3
2	Arabie	3,1	2,5	1,8
3	Bahreïn	- 0,6	4,1	2,7
4	EAU	0,2	4,5	2,9
5	Egypte	5,2	13,9	9,8
6	Irak	6,0	7,6	4,9
7	Iran	40	32	23
8	Israël	1,5	4,2	2,9
9	Jordanie	1,3	3,9	2,8
10	Koweït	3,4	5,0	2,9
11	Liban	155	182	125
12	Libye	3,0	6,0	4,4
13	Maroc	1,4	5,0	2,5
14	Oman	1,5	4,2	3,0
15	Qatar	2,3	4,2	2,5
16	Syrie	87	52	23
17	Tunisie	5,7	8,1	6,8
18	Yemen	31	29	34

Sources: Crédit Agricole S.A., FMI, EIU

En Algérie, deux facteurs se combinent pour expliquer la très forte hausse de l'inflation qui devrait dépasser les 10% en 2022 : la hausse du prix des céréales importées et la dépréciation du dinar depuis trois trimestres qui alimente l'inflation importée. Le gouvernement pourrait décider d'assouplir la fiscalité et faire une pause dans la baisse des subventions afin d'atténuer l'impact négatif sur le pouvoir d'achat des ménages. Une politique qui pourrait être facilitée par la stabilité retrouvée, au moins provisoirement, des réserves en devises.

Pour les autres pays, la situation est beaucoup plus contrastée, l'ampleur de la hausse et son origine auront des impacts très différents. Dans quels pays l'inflation est-elle menaçante ?

L'Égypte, premier importateur mondial de céréales dont les deux-tiers en provenance de Russie et d'Ukraine, avait réussi à enclencher une désinflation à 5,2% en 2021. En 2022, c'est le pays le plus affecté par la guerre en Ukraine et ses conséquences sur les chaînes d'approvisionnement mondiales. La chute de 20% de la livre par rapport au dollar au premier semestre ajoute un fort effet de change à la hausse des prix. L'inflation va donc connaître un pic à plus de 16% à l'automne et devrait s'établir à 13,9% en moyenne en 2022, pour s'apaiser à 9,8% en 2023.

En Tunisie, l'inflation est élevée depuis 2017. Elle est en partie alimentée par la dépréciation régulière du dinar qui génère de l'inflation importée. Elle devrait dépasser les 8% en 2022 et s'apaisera relativement peu à 6,8% en 2023. La situation de quasi-stagflation (la croissance est médiocre à 2,3%) est porteuse de risques, car elle provoque une spirale inflation-salaire et des tensions sociales, alors que la situation politique du pays est complexe.

Au Maroc, l'inflation est historiquement faible, facilitée par la politique monétaire de change fixe du dirham au panier euro-dollar et par la réactivité de la Banque centrale. Mais cette année, l'impact très élevé de la hausse des prix des produits alimentaires, de ceux du pétrole importé, et des effets de la sécheresse, vont alimenter l'inflation qui devrait

atteindre 5% pour revenir dans des normes plus favorables de 2,5% en 2023. Les prix alimentaires ont progressé de 9% de mars à mai dernier et ceux des transports de plus de 11%.

Dans ces trois pays, l'impact social d'une forte inflation pourrait devenir menaçant compte tenu du taux de chômage élevé et de la hausse des prix des produits de base. Ceci va sans doute nécessiter des mesures de soutien aux plus démunis pour apaiser les tensions sociales qui ont commencé à apparaître au Maroc et en Tunisie. Une politique de soutien sociale rendue plus difficile à mettre en place après la forte hausse des dettes publiques lors des années de pandémie.

De leur côté, les pays en guerre (Yémen et Syrie) ou en crise majeure (Liban et Iran) connaissent tous des épisodes de très forte inflation, voire d'hyperinflation. Les chiffres y sont parfois peu fiables.

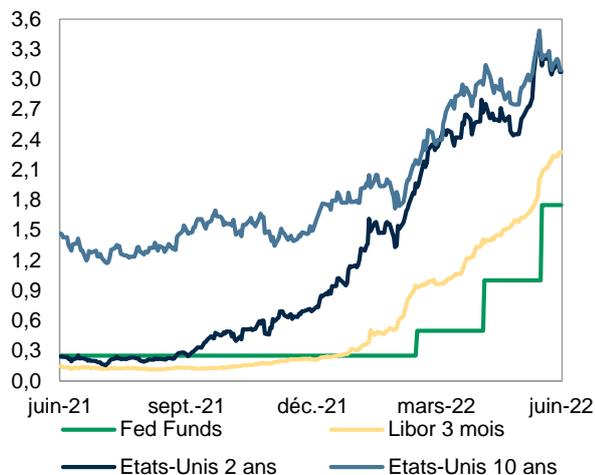
Au Liban, l'hyperinflation de 155% en 2021, et de sans doute presque 200% en 2022, est un indicateur parmi d'autres de la crise multiforme qui frappe le pays, par ailleurs affecté par des pénuries de plus en plus nombreuses de produits et dont la liste s'allonge tous les jours. L'année prochaine, les prix devraient encore doubler.

✓ Notre opinion – *La forte hausse de l'inflation en 2022 a des conséquences immédiates sur les politiques monétaires régionales. Les banques centrales ont pratiquement toutes commencé à ajuster à la hausse leurs taux directeurs sous l'influence de la conjoncture mondiale. En fonction des anticipations de la durée de l'épisode d'inflation, elles essayeront de piloter les taux afin de ne pas trop affecter la croissance économique, parfois encore fragile dans les pays non pétroliers.*

Tendances à suivre

Taux d'intérêt en dollar américain

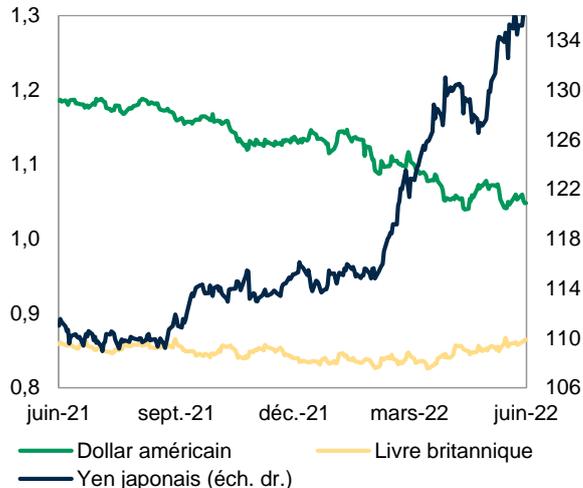
%, interbancaire (Londres) et souverains (Etats-Unis)



Source : Thomson Reuters

Taux de change des principales devises

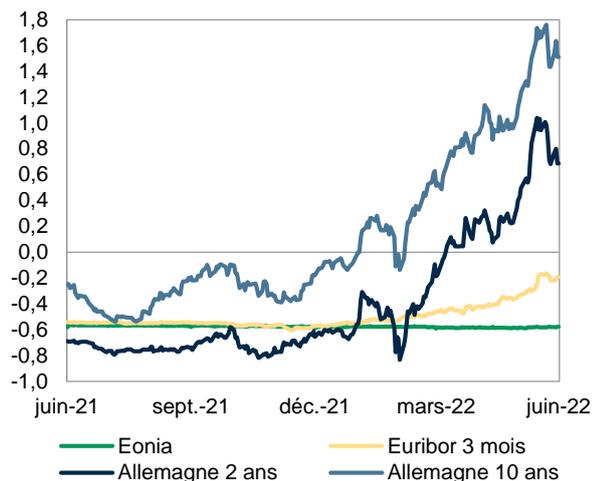
EUR/USD, EUR/GBP et USD/JPY



Source : Thomson Reuters

Taux d'intérêt en euro

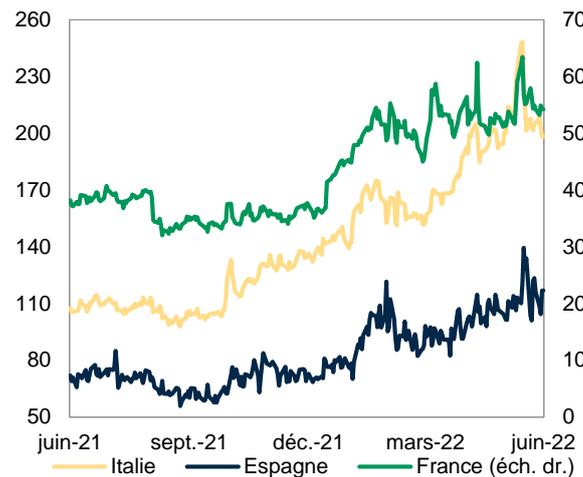
%, interbancaires (Londres) et souverains (Allemagne)



Source : Thomson Reuters

Spreads souverains européens avec le Bund

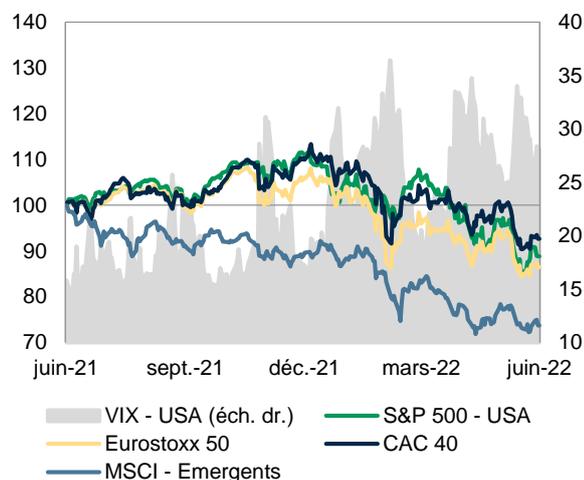
Pdb, dette en EUR à dix ans



Source : Thomson Reuters

Marché actions

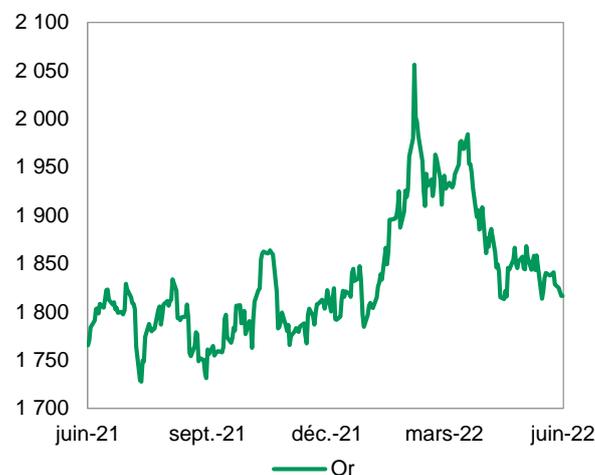
Indice boursiers (100 = début de période) et volatilité VIX



Source : Thomson Reuters

Cours de l'once d'or

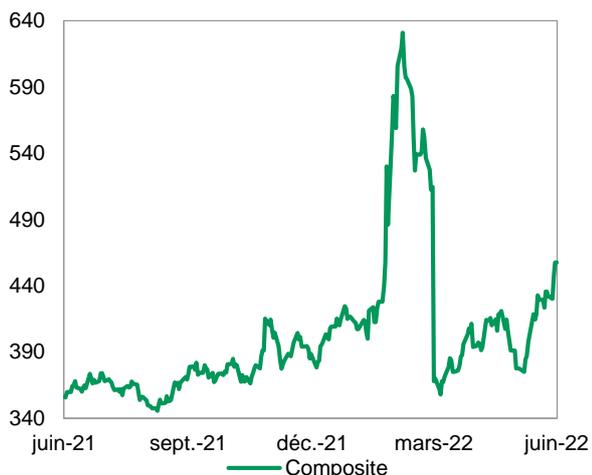
USD/Once troy (Londres)



Source : Thomson Reuters

Spreads souverains émergents avec le T-Bond

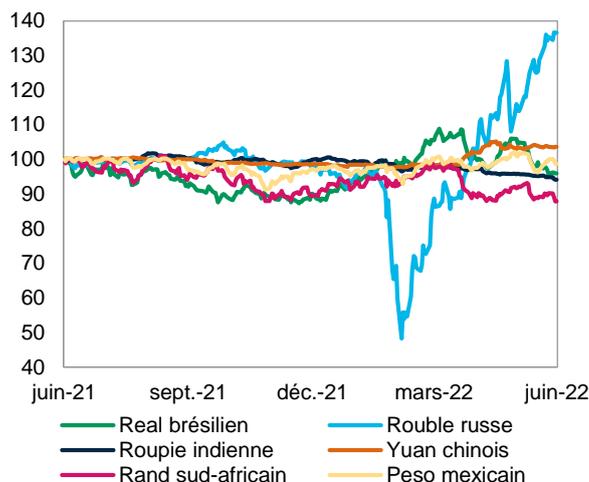
Indices EMBI+ (pdb, dette en USD de plus d'un an)



Source : JP Morgan

Devises émergentes

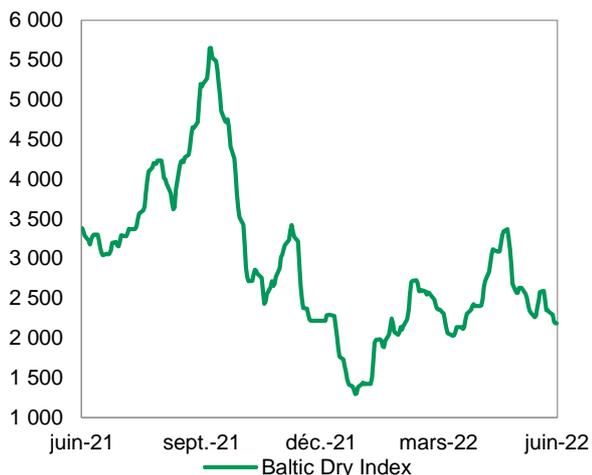
/USD (indice 100 = début de période)



Source : Thomson Reuters

Coût du transport maritime de vrac sec

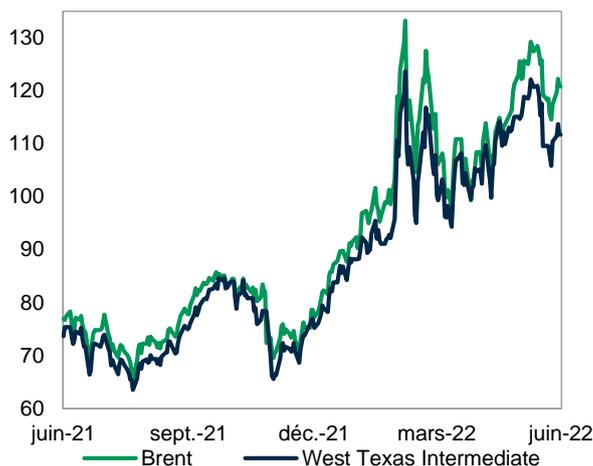
Baltic Dry Index (USD/point)



Source : Baltic Exchange

Cours du baril de pétrole brut en USD

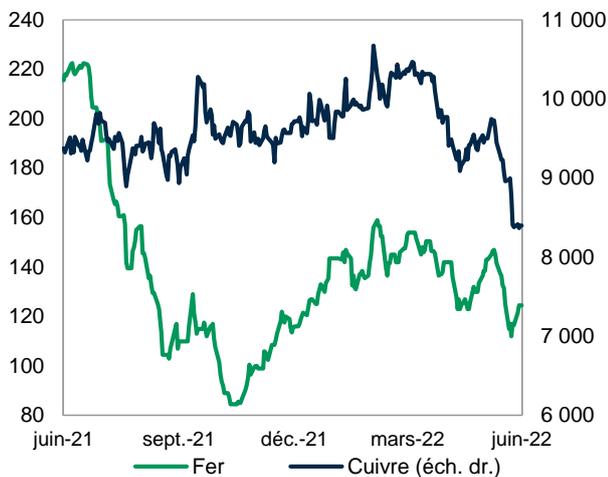
Brent (mer du Nord) et WTI (golfe du Mexique)



Source : Thomson Reuters

Cours des métaux

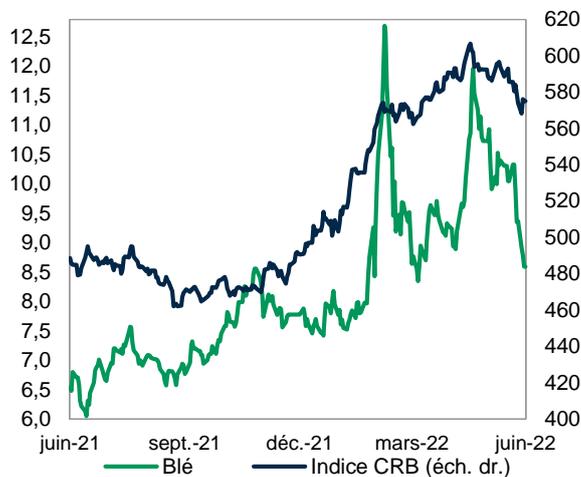
USD/tonne métrique



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 – Juin 2022

[Entre le marteau et l'enclume](#)

Date	Titre	Thème
01/07/2022	<u>Colombie – Gustavo Petro, un président de gauche : une première</u>	Amérique latine
30/06/2022	<u>Europe : une dette commune au service de sa Puissance</u>	Europe
30/06/2022	<u>Royaume-Uni – L'inflation en mai, une question de vivres...</u>	Royaume-Uni
29/06/2022	<u>Automobile – "Que la force soit avec toi"</u>	Automobile
29/06/2022	<u>Asie - Au Sommet des BRICS, la Chine se rêve en leader du Sud</u>	Chine
28/06/2022	<u>Italie – Tremblement de terre au sein des Cinq étoiles, une réplique des élections municipales</u>	Italie
28/06/2022	<u>Avenir de l'Europe - L'euro numérique - Web conférence</u>	Europe, banques
27/06/2022	<u>Allemagne – Se préparer à la fermeture du robinet énergétique !</u>	Allemagne
24/06/2022	<u>Monde - L'actualité de la semaine</u>	Monde
23/06/2022	<u>En Inde, le conflit révèle des faiblesses structurelles</u>	Inde
22/06/2022	<u>PRISME – L'analyse de la conjoncture et de l'actualité agricole et agroalimentaire du Crédit Agricole</u>	Agri-agroalimentaire
22/06/2022	<u>Égypte – La baisse des réserves en devises se poursuit, le change reste donc fragile</u>	MENA
22/06/2022	<u>Serbie : des dynamiques économiques et politiques contraintes par le contexte de guerre</u>	PECO
20/06/2022	<u>Parole de banques centrales – La BoE resserre doucement mais sûrement</u>	Royaume-Uni
20/06/2022	<u>Parole de banques centrales – La Fed augmente ses taux de 75 points de base et entend passer en territoire « légèrement » restrictif d'ici fin 2022</u>	Monde

Études Économiques Groupe – Crédit Agricole S.A.

12, place des États-Unis – 92127 Montrouge Cedex

Directeur de la publication : Isabelle JOB-BAZILLE

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

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

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

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

Asie : Sophie WIEVIORKA

Amérique latine : Catherine 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.