

Perspectives

Hebdomadaire – N°23/183 – 23 juin 2023

MONDE – L'actualité de la semaine

☞ <i>Sur la ligne de crête entre réduction de l'inflation et préservation de la croissance !</i>	2
☞ <i>France : stabilité du climat des affaires en juin, vers une croissance faiblement positive au T2</i>	3
☞ <i>Europe : le financement de la reconstruction de l'Ukraine au miroir du plan de relance européen</i>	3
☞ <i>Zone euro : les PMI de la zone euro poursuivent leur baisse en juin</i>	5
☞ <i>Espagne : le Parti populaire en tête des sondages à la veille des nouvelles élections</i>	6
☞ <i>La Bank of England appuie sur l'accélérateur de nouveau sur fond de persistance de l'inflation</i>	7
☞ <i>Amérique latine : quelques singularités colombiennes</i>	9
☞ <i>Arabie saoudite - Chine : des relations commerciales et politiques qui s'intensifient</i>	11
☞ <i>Nigeria : les importations plombées par la pénurie de liquidités</i>	12

👉 Sur la ligne de crête entre réduction de l'inflation et préservation de la croissance !

Les marchés financiers mondiaux réalisent peu à peu que le chemin de la désinflation se révèle être un parcours probablement plus long et plus sinueux qu'initialement escompté. À mesure que les banques centrales approchent du terme de leur resserrement et s'efforcent de doser aussi subtilement que possible leurs interventions de politique monétaire, la ligne de crête entre réduction de l'inflation et préservation de la croissance est encore plus périlleuse.

Aux États-Unis, les mises en chantier de logements privés ont bondi de 21,7% sur un mois en mai pour atteindre 1,631 million d'unités (nombre annualisé), soit le plus haut niveau depuis un an. Simultanément, les autorisations de construire ont augmenté de 5,2% sur le mois. Ce redressement du marché immobilier est quelque peu inattendu alors que les taux d'intérêt restent élevés et devraient logiquement freiner l'activité immobilière. En revanche, les inscriptions hebdomadaires au chômage sont restées à un niveau élevé de 264 000 nouvelles demandes. L'inflation totale a, en outre, fortement diminué en mai (4% versus 4,9% en avril) mais l'inflation sous-jacente n'a ralenti que très modestement (à 5,3% après 5,5%). Le discours de Jerome Powell devant le congrès a, de nouveau, confirmé qu'une majorité des responsables de la Fed envisage une ou deux nouvelles hausses d'un quart de point d'ici la fin de l'année (conformément aux « *dot plots* » dévoilés la semaine dernière) et qu'une politique de taux durablement restrictive se révèle nécessaire pour combattre l'inflation. Les conséquences de cette politique restrictive risquent néanmoins de se télescopier avec le calendrier politique et l'échéance présidentielle qui se profile. La responsabilité d'une croissance quasi nulle voire d'une récession et d'une hausse du taux de chômage pourrait être imputée au passif du camp démocrate.

Au Royaume-Uni, l'inflation est restée inchangée à 8,7% au mois de mai, défiant les pronostics des investisseurs anticipant une modeste baisse. L'inflation sous-jacente (hors prix de l'énergie, alimentation, alcool et tabac) a continué d'augmenter pour atteindre 7,1%, son plus haut niveau depuis 1992. La BoE semble avoir été rattrapée par des effets de second tour sur les prix et les salaires. Son comité de politique monétaire s'est ainsi résolu à une hausse de 50 points de base pour porter le taux directeur à 5%, son plus haut niveau depuis 2008.

Quant à la banque centrale chinoise, elle a réduit ses taux directeurs de court et moyen terme de dix points de base chacun pour tenter d'atténuer l'affaiblissement de la demande intérieure et piloter un atterrissage en douceur de son économie : une démarche peu convaincante pour les investisseurs au regard de l'ampleur limitée de son action et de la capacité de reprise des crédits domestiques additionnels.

En zone euro, les immatriculations de véhicules neufs ont progressé de 20,1% sur un an au mois de mai, enregistrant ainsi un dixième mois consécutif de croissance. La confiance des consommateurs s'est légèrement améliorée en juin à -16,6 points contre -17,4 points en mai. Cependant, l'indice composite des directeurs d'achat (PMI) s'est nettement détérioré en juin à 50,3 points (après 52,8 points) signalant ainsi une activité quasiment à l'arrêt dans la zone, avec une activité industrielle qui s'est davantage contractée tandis que celle des services ralentissait significativement. Si l'inflation a reculé à 6,1% au mois de mai dans la zone, elle reste néanmoins une source de préoccupation pour la BCE qui devrait vraisemblablement poursuivre ses hausses de taux lors de la prochaine réunion du mois de juillet.

Dans ce contexte, les marchés actions mondiaux ont réduit leur appétit pour le risque anticipant un resserrement monétaire prolongé et une croissance plus atone. L'*Eurostoxx 50* et le *S&P500* enregistrent ainsi des pertes de respectivement 2,4% et 0,6% sur la semaine.

Sur les marchés d'obligations souveraines, l'inversion de la courbe de taux, caractérisée par des taux courts supérieurs aux taux longs, s'est davantage accentuée, anticipant l'approche d'une récession aux États-Unis et en zone euro. Les primes de risque françaises, espagnoles et italiennes face au Bund allemand n'ont cependant que faiblement augmenté.

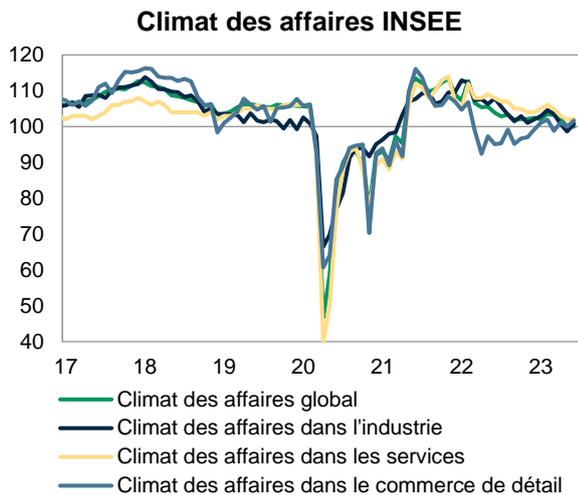
La devise européenne s'est légèrement dépréciée de 0,8% face au dollar sous l'effet d'une politique monétaire américaine perçue comme durablement plus restrictive.

Enfin, le prix du baril de pétrole en mer du Nord a cédé 4,8% en raison du ralentissement anticipé de la demande et des perspectives de croissance mondiale réévaluées à la baisse.

Zone euro

France : stabilité du climat des affaires en juin, vers une croissance faiblement positive au T2

À 100, le climat des affaires reste stable, au niveau de sa moyenne de longue période au mois de juin. Il gagne deux points dans l'industrie à 101 mais se dégrade légèrement dans le bâtiment. Il reste finalement stable dans les services à 102 et progresse dans le commerce de détail.



Sources : Insee, Crédit Agricole SA/ECO

Dans l'industrie, la hausse du climat des affaires est due notamment à une nouvelle progression dans le secteur automobile qui poursuit son redressement. En revanche, le climat des affaires dans l'agro-alimentaire est en recul. Alors que l'inflation est particulièrement élevée dans ce secteur, la consommation de biens alimentaires est en effet en net recul depuis plusieurs mois. Par composantes, les perspectives d'activité s'améliorent et les carnets de commandes globaux se remplissent ce qui peut être un indice d'une activité en hausse dans les prochains mois.

Dans les services, les évolutions sectorielles sont assez modérées. Notons tout de même une nouvelle progression du climat des affaires dans l'hôtellerie-restauration à 108. Le niveau du climat des affaires y est élevé, signe du dynamisme attendu du secteur pendant la période estivale. L'activité prévue dans l'ensemble des services s'améliore également légèrement.

☑ Notre opinion – *Le climat des affaires est souvent utilisé comme un indicateur avancé de la croissance du PIB. À sa moyenne de long terme (100), il indique ainsi une croissance du PIB faiblement positive, confirmant notre prévision actuelle d'une croissance autour de 0,1% au deuxième trimestre. De plus, le recul du solde d'opinion concernant l'évolution prévue des prix de vente depuis plusieurs mois confirme également le scénario d'un recul progressif de l'inflation d'ici la fin de l'année. Les composantes du climat des affaires telles que le remplissage des carnets de commande ou les perspectives d'activité sont certes en légère progression mais restent à des niveaux insuffisants pour envisager un redémarrage rapide de la croissance au second semestre. Nous continuons donc à anticiper une croissance du PIB morose, de l'ordre de +0,6% en 2023.*

Europe : le financement de la reconstruction de l'Ukraine au miroir du plan de relance européen

La Commission européenne a présenté une proposition de renforcement du budget de l'UE dans le cadre du réexamen de mi-parcours du Cadre financier pluriannuel (CFP) 2024-2027.

Le budget doit en effet faire face à de nouveaux champs de dépense :

- les dépenses liées aux migrations internes et externes, aux conséquences globales de la guerre en Ukraine et au renforcement de partenariats avec les pays tiers ;
- l'augmentation du coût de financement du NGEU liée à la remontée des taux ;
- des dépenses pour la compétitivité de long terme de l'Union (technologies critiques) avec la création d'une plateforme de technologies stratégiques pour l'Europe (STEP) ;

- le soutien à l'Ukraine dans ses besoins immédiats et dans sa reconstruction.

Si la plupart de ces dépenses seront financées directement par le budget de l'Union, la création d'un instrument hors budget de l'UE, la Facilité pour l'Ukraine, sera majoritairement financée par l'endettement de l'Union sur les marchés. Cette logique de financement de marché se justifie par l'incapacité du CFP, voté en 2020, à faire face à la totalité des nouvelles dépenses.

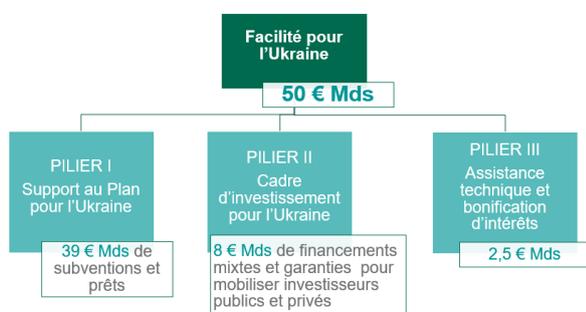
La Facilité pour l'Ukraine, dotée de 50 milliards d'euros pour la période 2024-2027 ne couvre qu'une partie des besoins liés à la reconstruction du pays. Selon une estimation de la Banque mondiale, des Nations unies, de la Commission européenne et du gouvernement ukrainien, ces besoins atteindraient 384 Mds € sur 10 ans, soit 142 Mds € sur la période 2023-2027 et 13 Mds € rien qu'en 2023.

L'estimation du besoin de financement de l'État ukrainien fournies par le Fonds monétaire international se monte à 76 Mds € sur la période 2023-2027 et a déjà été en partie couvert partiellement par un soutien sur quatre ans à la hauteur de 14,4 Mds € du FMI.

L'aide européenne à l'Ukraine a jusqu'ici atteint 70 Mds €, soit 30,5 Mds € à la charge du budget de l'UE, 7,8 Mds € d'aides bilatérales des États membres, 15 Mds € d'assistance militaire des États membres pour un total de 53 Mds € fourni par *Team Europe*. À cela s'ajoutent 17 Mds € d'aide aux réfugiés ukrainiens fournis à la fois par l'UE et les États.

La nouvelle facilité pour l'Ukraine prévoit trois piliers :

- Un premier pilier orienté vers le financement du Plan de reconstruction élaboré par le gouvernement ukrainien par des subventions et des prêts ;
- Un deuxième pilier principalement constitué de garanties à des institutions financières internationales, à des organisations internationales et à des entreprises pour faciliter l'implication d'investisseurs autres que l'UE, notamment du secteur privé ;
- Un troisième pilier visant à financer l'assistance technique de l'UE et la bonification (totale) des intérêts sur les prêts fournis par la Facilité.



La Facilité pour l'Ukraine prévoit donc à la fois des subventions, des garanties et des prêts. Pour la partie de subventions non remboursables, un nouvel instrument, la Réserve spéciale Ukraine, devrait être créé et financé par le budget annuel de l'UE (et donc alimenté par les contributions des États membres).

La Réserve pour l'Ukraine remplacera pour tout nouveau financement tous les programmes utilisés à ce jour : l'assistance macrofinancière « Plus »

(MAF+), le *Neighbourhood, Development, International Cooperation Instrument (NDICI)*, le *Instrument for Pre-Accession (IPA)*.

Pour les garanties fournies dans le cadre d'investissements pour l'Ukraine (Pilier II), le provisionnement sera graduel en fonction du progrès dans le financement.

Le financement par les prêts remboursables est constitué de prêts hautement concessionnels avec une maturité de 35 ans, un remboursement du principal prévu à partir de 2034 et la subvention totale des charges d'intérêts de 2024 à 2027. L'Union européenne se finance sur les marchés à la place de l'Ukraine avec une stratégie de financement « unifié » qui prévoit l'émission d'obligations européennes à court et à moyen terme pour la totalité des programmes existants en faveur de l'Ukraine à la fois via des syndicalisations ou des enchères afin de fournir à l'UE la flexibilité nécessaire pour exploiter les meilleures conditions de marché et pour faire face aux besoins du pays sans délai.

La garantie contre le non-remboursement est fournie par la marge de manœuvre existante du budget de l'UE, soit la différence entre le plafond des ressources propres (le montant maximal de ressources que la Commission peut demander aux États membres au cours d'une année donnée) et les fonds dont la Commission a effectivement besoin pour couvrir les dépenses inscrites au budget.

D'autres donateurs peuvent contribuer à la facilité et l'utilisation des recettes générées par les avoirs russes gelés et immobilisés est en cours d'étude. Le cadre est celui du *G7 Multi-Agency Donor Coordination Platform*.

La Commission a affirmé que l'allocation entre subventions et prêts sera décidée sur une base annuelle mais elle a déjà présenté une allocation indicative avec un calendrier, qui plafonne le versement annuel à 12,5 Mds €, soit un montant inférieur à ce que l'UE avait alloué à l'Ukraine en 2023 avec les 18 Mds € de l'assistance macrofinancière (MFA+). Un préfinancement de 7% sera disponible dès la validation du plan de reconstruction du gouvernement ukrainien.

Facilité pour l'Ukraine (€, Mds)	2024	2025	2026	2027	2024-2027
Subventions	4,25	4,25	4,25	4,25	17
dont Pilier I	1,5	1,5	1,5	1,5	6
Pilier II	2	2	2	2	8
Pilier III	0,625	0,625	0,625	0,625	2,5
dont frais administratifs	0,125	0,125	0,125	0,125	0,5
Prêts (Pilier I)	8,25	8,25	8,25	8,25	33
Total	12,5	12,5	12,5	12,5	50

Notre opinion – L'objectif de la Facilité pour l'Ukraine est de fournir un cadre de financement de moyen terme transparent et prévisible à la fois pour le bénéficiaire, mais aussi pour signaler la présence de l'UE aux autres investisseurs dans une logique de réduction des risques. Le choix de créer un instrument dédié vise à inscrire le plan de reconstruction, de transformation et de modernisation de l'économie ukrainienne dans la ligne des priorités stratégiques de l'UE. Le modèle est celui du Plan de relance et de résilience européen, le NGEU, pour les pays membres de l'UE. Pour cela, le processus de validation des versements

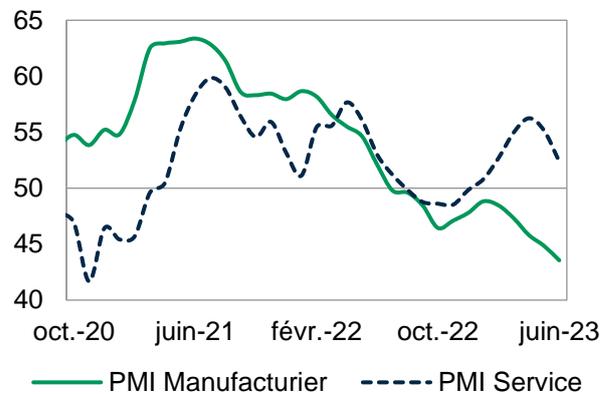
est conditionné par un programme de réformes et d'investissements, et les fonds sont distribués sur une fréquence trimestrielle après vérification et validation de la mise en œuvre du plan (par la Commission européenne et le Conseil). Ce plan devient donc une étape fondamentale du processus d'adhésion à l'UE. L'objectif est une mise en œuvre du Plan début 2024. La Commission presse donc la prochaine présidence espagnole du Conseil de l'UE de finaliser un accord à la fin de l'été pour permettre un vote du Parlement européen avant la fin 2023.

 **Zone euro : les PMI de la zone euro poursuivent leur baisse en juin**

L'indice PMI composite de la zone euro s'est de nouveau contracté en juin, atteignant son niveau le plus bas depuis 5 mois et signalant une presque stagnation de l'activité. Cette baisse est induite aussi bien par une détérioration des conditions de l'activité dans le secteur industriel que dans celui des services. Avec cette nouvelle dégradation, l'indice PMI pour le secteur manufacturier atteint son plus bas niveau depuis trente-sept mois, à 43,6 en juin contre 44,8 en mai. Après la légère amélioration en début d'année, la baisse du mois de juin vient compléter un cycle de contractions qui débute dès le mois de février et qui pourrait s'installer pour les mois à venir si l'on se base sur les anticipations des entreprises interrogées. En effet, l'enquête montre un recul dans l'indice de production pour le troisième mois consécutif, qui passe de 46,4 en mai à 44,6 en juin. Le repli de la production continue d'être porté par une nette dégradation des conditions de demande, alors même que les conditions du côté de l'offre tendent à s'améliorer, avec des tensions inflationnistes au plus bas depuis mars 2021 et des délais de livraison des fournisseurs de retour à la normale. Dans le même temps, les entreprises continuent donc de faire face à une baisse de leur volume d'affaires, qui enregistre pour le mois de juin sa plus forte contraction depuis sept mois. À la différence du mois précédent, l'enquête signale une nette accélération aussi bien dans le recul des ventes que dans les carnets de commande, qui enregistrent leur plus fort repli depuis octobre. Parallèlement, des signes de ralentissement du côté de l'emploi commencent également à se matérialiser, avec un indice qui passe pour la première fois sous le seuil de 50 depuis janvier 2021. Les perspectives pour le mois de juillet ne sont pas non plus optimistes, avec des perspectives de production dégradées qui se traduisent par du

déstockage et une forte baisse des achats d'intrants, ce qui se répercute de même sur les producteurs de biens intermédiaires. Pour ce qui est des services, l'indice se maintient au-dessus du seuil d'expansion, mais enregistre en juin sa plus mauvaise performance sur les cinq derniers mois, avec 52,4 contre 55 le mois précédent. La résilience dans les services semble en effet toucher à sa fin, et des signes de ralentissement du secteur se multiplient. En effet, le volume d'affaires dans les services a baissé pour la première fois depuis janvier. La création d'emplois, bien qu'encore soutenue, a ralenti pour le deuxième trimestre consécutif, et les indicateurs de confiance se dégradent également. Bien que les perspectives de détérioration de la demande commencent à se faire sentir sur les prix des services, elles ne sont pas encore assez importantes pour enrayer les effets à la hausse générés par la croissance des coûts salariaux, notamment.

PMI Zone euro



Source : Istat; Crédit Agricole S.A.

 **Notre opinion** – L'activité dans la zone euro ralentit depuis janvier, freinée par des performances négatives du côté de l'industrie. La faiblesse du secteur industriel semble en outre s'accroître, une tendance confirmée par les données disponibles pour la France et l'Allemagne. La situation au deuxième trimestre ne semble donc pas plus favorable, d'autant que l'affaiblissement de l'activité touche à présent les services, qui étaient jusqu'alors épargnés, faisant de nouveau ressurgir la crainte d'une récession au deuxième trimestre.

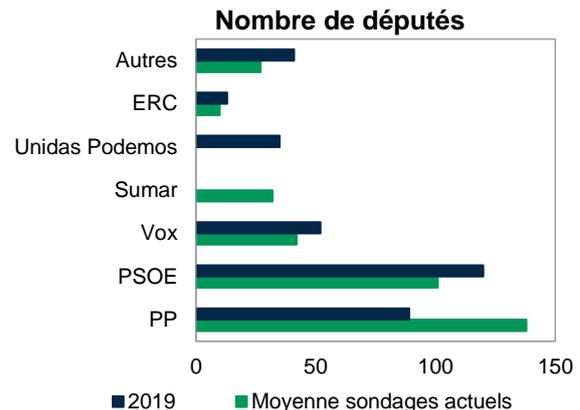
Espagne : le Parti populaire en tête des sondages à la veille des nouvelles élections

À moins d'un mois des élections générales du 23 juillet prochain, les sondages indiquent une nette victoire du Parti populaire (PP) d'Alberto Núñez Feijóo, qui obtiendrait plus de députés que l'ensemble de la gauche réunie, et une majorité absolue serait possible en additionnant leurs sièges à ceux de Vox. La convergence de Sumar et Podemos dans une seule candidature incluant les principales formations à gauche du PSOE n'égaliserait même pas, à ce jour, le résultat que la coalition avait obtenu en 2019.

Selon la moyenne des sondages basée sur les enquêtes publiées dans différents médias, le PP serait la formation la plus votée, avec près de 33% des voix et 138 sièges. Ce sont 49 députés et 12 points de plus par rapport aux élections générales de 2019, et avec les 42 sièges attribués en moyenne à Vox (qui en compte actuellement 52), les deux partis totaliseraient 180 sièges, alors que la majorité absolue au Congrès des députés est de 176 sièges.

Le deuxième parti le plus voté serait le PSOE (26,7% des voix et 101 sièges, soit près de 2%, 19 députés, de moins qu'actuellement), suivi de Vox (14,3%, 42 sièges) et de Sumar (13,2%, 32 députés). La plateforme de Yolanda Díaz n'égalerait pas, à ce jour, les 38 sièges obtenus lors des dernières

élections par Unidas Podemos et Más País, et le résultat serait également inférieur à celui qu'a obtenu seule la coalition de gauche, avec 35 députés. Dans la situation actuelle, le bloc de gauche du PSOE et de Sumar n'obtiendrait que 133 sièges, un chiffre nettement inférieur aux 155 sièges qu'ont rassemblés le PSOE et Unidas Podemos après les élections générales de novembre 2019, formant ainsi le gouvernement de coalition actuel.



Sources : médias et instituts de sondage, Crédit Agricole S.A./ECO. Total des sièges : 350 | Majorité : 176

☑ Notre opinion – *Le PSOE commence à dévoiler les mesures de son programme électoral pour les élections générales du 23 juin. Les premières mesures concernent une avancée dans les congés parentaux pour la garde des nouveau-nés et la consolidation légale de l'augmentation du salaire minimum interprofessionnel (SMI). En ce qui concerne la conciliation, la proposition consiste à augmenter d'un mois le congé de maternité et de paternité, passant de 16 à 20 semaines actuellement. Entre la 17^e et la 20^e semaine, ce congé se ferait à temps partiel. La proposition concernant le SMI consiste à le fixer légalement à 60% du salaire moyen. Ce chiffre avait été annoncé dans le programme de législature du gouvernement de coalition, le portant actuellement à 1 080 euros sur 14 mois, et pour le prochain mandat, si les socialistes renouvellent leur gouvernement, ils s'engagent à ce que cela soit toujours le cas par le vote d'une loi. Cela impliquerait de modifier le statut des travailleurs et que les augmentations soient autonomes en fonction de la conjoncture du salaire moyen. Il ne serait plus nécessaire de consulter les partenaires sociaux, ce que prévoit actuellement ledit statut.*

Pour sa part, le PP défend une politique fiscale plus orientée vers la réduction des impôts, incluant des mesures telles que la réduction des impôts sur la fortune et les successions, et également des impôts indirects tels que la taxe sur la consommation. Indépendamment du résultat des prochaines élections, le déficit public espagnol devrait continuer de se corriger à moyen terme : les prévisions du gouvernement publiées dans le dernier Programme de stabilité affichent une réduction du solde public de -3,9% en 2023 à -2,5% en 2026.

Royaume-Uni

La Bank of England appuie sur l'accélérateur de nouveau sur fond de persistance de l'inflation

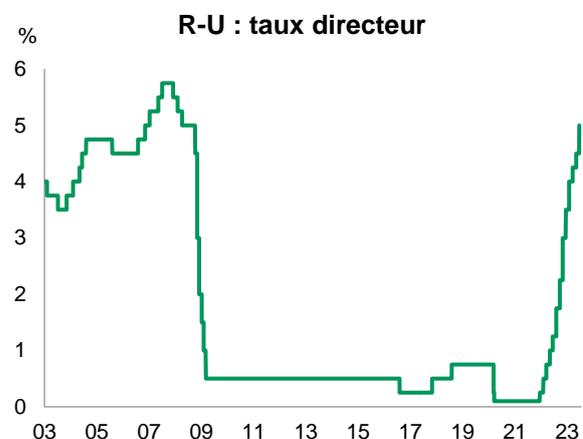
Après [les données du marché du travail](#), ce sont les chiffres d'inflation du mois de mai qui ont créé la surprise cette semaine, une nouvelle fois à la hausse. Déjà fortement critiquée pour ses erreurs de prévision d'inflation (et de croissance), la BoE n'avait d'autre choix que de ré-accélérer son resserrement de taux pour montrer sa détermination dans la lutte contre l'inflation. Le consensus s'attendait à un simple relèvement de 25 points base, elle a décidé du double, ce qui est exceptionnel pour une réunion de politique monétaire non accompagnée de nouvelles projections ni de conférence de presse. Par sept voix contre deux, le comité de politique monétaire a voté une hausse de 50 points de base du taux directeur, le portant à 5%, un plus haut depuis février 2008. Les sept membres qui ont voté pour la hausse de taux ont tous opté pour une hausse de 50 pnb, tandis que les deux membres qui ont voté contre étaient favorables au *statu quo*. Il s'agit des colombes habituelles, Swati Dhingra et Silvana Tenreyro, qui depuis décembre dernier votent pour le maintien des taux inchangés.

Après avoir ralenti le rythme de resserrement à 25 pnb en avril, la banque centrale l'a donc accéléré à nouveau. Et pour cause : les données récentes d'inflation et du marché du travail ont été beaucoup plus fortes qu'anticipé (la croissance des salaires a augmenté à 7,6% sur les trois mois à fin avril, soit 0,5 point de pourcentage au-dessus de la prévision de la BoE). La demande demeure résiliente et les indicateurs de dépenses de consommation se sont légèrement renforcés. La BoE martèle : « il y a eu des nouvelles significatives dans les données récentes qui signalent une inflation plus persistante sur fond d'un marché du travail tendu et de résistance continue de la demande ». Il y a eu des surprises significatives notamment du côté des indicateurs que la BoE suit de près pour juger de la persistance des pressions inflationnistes, à savoir les conditions sur le marché du travail, l'inflation dans les services et la croissance des salaires.

Le taux d'inflation CPI a surpris à la hausse pour le quatrième mois consécutif. Il est resté stable au mois de mai à 8,7%, soit 0,3 point de pourcentage au-dessus des anticipations de la BoE. Les rebonds plus forts qu'anticipé ont essentiellement concerné les éléments sous-jacents de l'indice des prix, tandis que les taux d'inflation de l'énergie et des produits alimentaires ont reculé (à 8,4% et 18,3% respectivement). En effet, l'inflation sous-jacente a bondi pour le second mois consécutif, à 7,1% en mai après 6,8% en avril et 6,2% en mars. L'inflation CPI services a atteint 7,4% après 6,9% en avril, soit 0,5 point de pourcentage au-dessus des prévisions de

la BoE de mai, en partie dû à une forte hausse des taux des droits d'accise des véhicules. Les prix des billets d'avion et des voyages à forfait ont aussi surpris à la hausse, même si là aussi un élément temporaire a pu influencer le taux d'inflation (calendrier de Pâques en avril 2022). L'inflation des prix des biens sous-jacents, qui a augmenté à 6,8%, a également été beaucoup plus forte que prévu, bien que, selon la BoE, il s'agisse d'un indicateur moins fiable de la persistance des pressions inflationnistes. Selon l'analyse du *staff* de la BoE, les prix à l'importation des biens hors énergie ont encore augmenté, suggérant que les entreprises continuent de faire face à une hausse des coûts de production provenant de pressions sur les prix mondiaux des marchandises.

La BoE n'a pas changé la formulation de son guidage des anticipations, publié dans le compte rendu de la réunion : elle continuera de surveiller de près les indicateurs de persistance des pressions inflationnistes dans l'économie en général, avec une attention particulière aux tensions sur le marché du travail, la croissance des salaires et l'inflation dans les services, et elle resserrera à nouveau sa politique monétaire s'il y a des preuves de persistance de l'inflation.



Source : BoE, Crédit Agricole S.A.

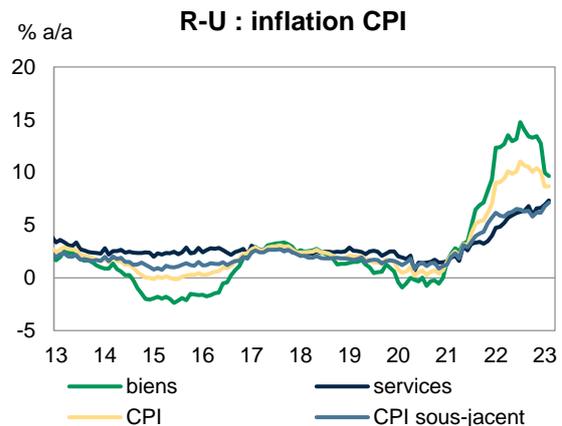
La BoE continue de tabler sur une forte baisse du taux d'inflation cette année, mais qui serait principalement due à la chute des prix de l'énergie¹. La BoE ne s'attend pas à une baisse du taux d'inflation sous-jacent à court terme, que ce soit celui des biens ou des services. L'inflation dans les services devrait rester proche des rythmes actuels, poussée à la hausse par les coûts salariaux. L'inflation des biens *core* devrait également rester élevée à court terme avant de baisser en fin d'année, comme le suggère la baisse de l'inflation des prix à

¹ *Ofgem a d'ores et-déjà annoncé une baisse (-30%) de ces plafonds de tarifs de gaz et d'électricité pour le 1^{er} juillet et devrait procéder à une autre baisse en octobre.*

la production au cours des derniers mois. L'inflation des produits alimentaires devrait continuer de reculer dans les prochains mois reflétant la baisse des prix dans les intrants.

Pour rappel, au mois de mai, les prévisions de la BoE tablaient sur un taux d'inflation CPI qui baisse à 5,1% au T4-2023, à 2,3% au T4-2023 et à 1% au T4-2025. Ces prévisions étaient basées sur des anticipations de marché pour le taux directeur légèrement supérieures à 4%. Depuis mai, en raison des surprises à la hausse sur les données, les anticipations de marché pour le taux directeur ont fortement augmenté pour atteindre près de 6%. Le taux de change de la livre sterling s'est par ailleurs apprécié. Ce resserrement des conditions financières augmente donc la probabilité d'une baisse de l'inflation encore plus sous la cible de 2% à l'horizon des trois prochaines années, en dépit des surprises sur les données récentes d'inflation. C'est d'ailleurs

une des raisons principales pour lesquelles Swati Dhingra et Silvana Tenreiro ont continué de voter contre les hausses de taux.



Source: ONS, Crédit Agricole S.A.

✓ Notre opinion – *L'inflation britannique inquiète : non seulement elle est plus forte que dans les autres pays avancés (4% pour le CPI US, 6,1% pour le HICP zone euro) mais en plus l'inflation sous-jacente accélère depuis février, ce qui suggère un risque encore plus élevé de persistance une fois dissipés les chocs externes. Nous partageons le jugement de la BoE selon lequel l'inflation britannique est de plus en plus influencée par des facteurs domestiques, y compris la relative résilience de l'économie et le marché du travail tendu (croissance de l'emploi plus forte que prévu et taux de chômage très bas). Des effets de second tour sont clairement à l'œuvre : d'une part, il y a eu des renégociations salariales significatives dans certains secteurs en réponse à l'augmentation de l'inflation et, d'autre part, les entreprises répercutent sans trop de difficultés la hausse des coûts de production dans les prix finaux, grâce à une demande domestique qui résiste mieux que prévu à la baisse du pouvoir d'achat et au resserrement monétaire. Les effets de ce dernier vont par ailleurs se ressentir avec plus de décalage que par rapport aux épisodes de resserrement passés en raison de la part réduite d'emprunts immobiliers à taux variable.*

Certains indicateurs avancés tels que les enquêtes de KPMG/REC et de la Bank's Agents suggèrent que la croissance des salaires devrait s'affaiblir dans les prochains mois. En outre, les anticipations d'inflation des ménages à court terme ont diminué (à 3,5% en mai, un plus bas depuis novembre 2022, contre 3,9% en février, selon la dernière enquête IPSOS/BoE), ce qui plaide aussi en faveur de moins de revendications salariales à venir. Les conditions sur le marché du travail restent favorables, certes, mais les postes vacants s'inscrivent en baisse depuis plusieurs mois et le taux de participation rebondit, signes que les déséquilibres commencent à se résorber, bien que très lentement. On est donc probablement au pic de l'inflation sous-jacente, bien qu'il semble de plus en plus probable que ce pic prenne la forme d'un plateau pour le restant de l'année. Côté pressions externes, les coûts de production des entreprises ont commencé à diminuer avec la baisse des prix de l'énergie et des matériaux en général, la normalisation des goulets d'étranglement dans les chaînes de valeur mondiales, les coûts de transport maritime, etc. L'inflation des prix à la production des sortants (output PPI) a ainsi fortement baissé en mai (à 2,9% contre 5,2% en avril), suggérant une chute imminente du taux d'inflation des prix à la consommation des biens. Mais là encore, le comportement de reconstruction des marges des entreprises qui semble à l'œuvre pourrait retarder toute modération.

Si ces perspectives s'avèrent correctes, il faudra s'attendre à une poursuite du resserrement monétaire par la BoE dans les prochains mois, avec sans doute une autre hausse de taux en août. L'institution ne semble pas s'engager sur un rythme quelconque mais si les signes de persistance de l'inflation dans les données continuent, une autre hausse de 50 points de base n'est pas à exclure. La BoE a sans doute ralenti trop tôt son resserrement, ce qui l'oblige à présent à monter les taux plus haut. Cela comporte le risque d'un ralentissement plus brutal de la demande quand le resserrement commencera à produire ses effets. Contrairement à la BoE, nous n'anticipons donc pas d'accélération, même légère, de la croissance au cours de la seconde moitié de l'année mais plutôt une poursuite de la stagnation.

Pays émergents

Amérique latine

Amérique latine : quelques singularités colombiennes

Dommages causés par la pandémie, guerre en Ukraine, resserrement des conditions monétaires et financières : en 2022, la croissance latino-américaine a évidemment ralenti. Elle a cependant mieux résisté qu'anticipé : une résistance essentiellement motivée par le rebond du secteur des services, couplé à une forte reprise de l'emploi. Si les performances de croissance régionales se sont infléchies² (moyenne régionale passée de 7% en 2022 à 4%), la Colombie s'est distinguée en affichant une croissance en repli certes mais encore très soutenue (7,5% en 2022 après 11%). Avec une croissance régionale prévue à 1,6% en 2023, le ralentissement n'épargnera personne (le Chili pourrait même connaître une récession) ; la décélération pourrait être violente pour la Colombie où le taux de croissance avoisinerait 1%.

Principalement motivé en amont par des facteurs d'offre, le pic d'inflation est passé dans tous les pays ici concernés. Si le choc sur le prix des matières premières a été violent (en 2022, à titre d'illustration, le prix du pétrole a augmenté de plus de 60% entre janvier et début mars), son impact a été d'autant plus durement ressenti que certaines devises se sont fortement dépréciées : les pesos chilien et colombien (élections présidentielles portant des présidents de gauche au pouvoir, respectivement, en décembre 2021 et juin 2022).

La première phase de la désinflation, la plus « facile », celle du « contre-choc » est achevée ou presque (normalisation des chaînes de production, effet de base favorable lié à la baisse des prix des matières premières). Mais l'inflation sous-jacente liée, en particulier, aux prix des services se révèle résistante et le retour vers les cibles d'inflation des banques centrales est encore éloigné. Plus ou moins éloigné cependant : en fin d'année, si le Pérou peut voir son inflation s'approcher de 4% (cible de 2%), si le Brésil (cible de 3,25%), le Mexique et le Chili peuvent espérer des taux d'inflation approchant ou excédant très faiblement 5%, la Colombie devrait encore être en proie à une inflation élevée (actuellement à 12,4%, attendue vers 8,5% en fin d'année pour, comme le Mexique et le Chili, une cible de 3%). Elle ne devrait converger que très lentement vers son objectif qu'elle excéderait encore largement fin 2024.

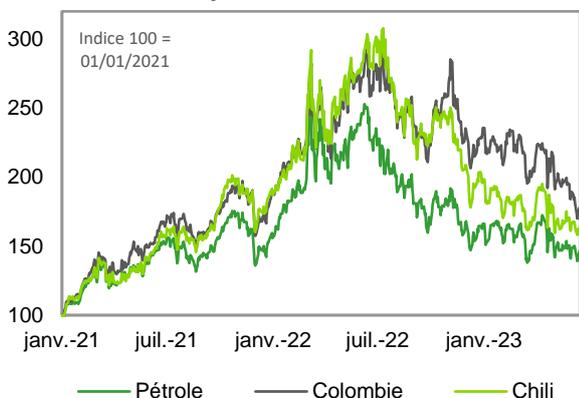
En Colombie, demande interne stimulée puis dépréciation accélérée du peso au second semestre 2022 ont contribué à alimenter l'inflation. Malgré l'augmentation du taux directeur par la Banco de la República (passé de 1,75% en septembre 2021 à 13,25% aujourd'hui), la Colombie a ainsi été le pays d'Amérique latine dans lequel l'inflation a atteint le plus tardivement son pic (13,3% mars 2023). La combinaison d'une inflation encore élevée et d'une politique monétaire destinée à devenir (plutôt que rester) restrictive sont propices à une décélération de la demande interne. Mais, la résistance de l'inflation semble également imputable aux spécificités du secteur de l'énergie sur lesquelles la politique monétaire n'a pas de prise. La forte dépendance à l'égard de l'hydro-électricité, les retards dans la construction d'infrastructures énergétiques et les dangers d'une saison sèche sévère à venir maintiennent les coûts de l'énergie à un niveau élevé, en particulier pour les entreprises les plus exposées au marché au comptant. La pression exercée sur les coûts de

Cours de change (USD = ...)



Sources : Bloomberg, Crédit Agricole SA/ECO

Cours du pétrole en monnaie locale



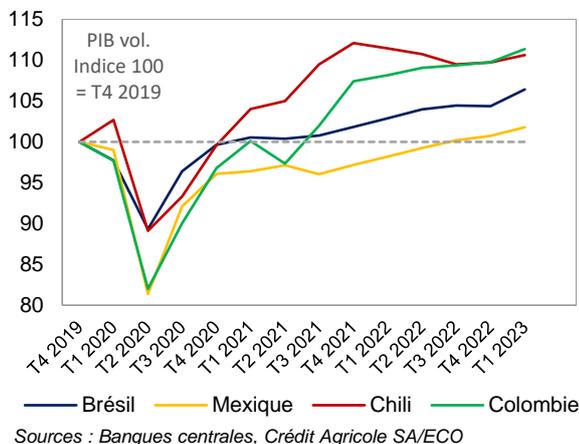
Sources : Bloomberg, Crédit Agricole SA/ECO

² Sources : FMI, World Economic Outlook, avril 2023.

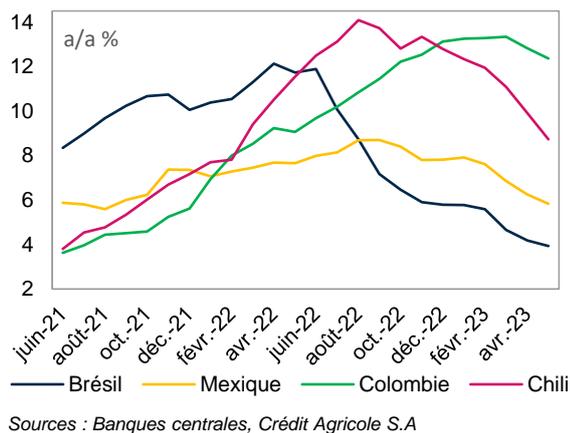
l'énergie en amont s'est traduite par une augmentation significative des tarifs pesant sur les consommateurs. Par ailleurs, à partir de 2021, la demande s'est redressée pour dépasser les niveaux d'avant la pandémie, tandis que plusieurs projets d'expansion des capacités de production ont subi des retards importants.

En février 2023, le président Gustavo Petro a signé un décret présidentiel lui conférant le droit de réglementer pendant 90 jours les services publics, y compris les compagnies d'électricité, de gaz naturel et d'eau. Il s'agissait essentiellement de prendre des mesures visant à freiner les augmentations des tarifs de l'électricité (en hausse de 22% en 2022). Le décret a été suspendu par le Conseil d'État. Cette « intrusion » étatique a évidemment été critiquée par plusieurs associations professionnelles : la réduction des tarifs d'électricité pourrait nuire à la confiance dans le secteur énergétique et décourager des nouveaux investissements. Or, l'un des grands risques auxquels le système est confronté est le « mismatch » croissant entre la demande et l'offre d'énergie, qui fait grimper les prix de l'électricité sur le marché au comptant et dans les contrats. La situation est donc épineuse. Or, l'État ne dispose pas de moyens lui permettant de se lancer dans une politique de subventions onéreuses. La situation des finances publiques ne se redresse que lentement (déficit prévu pour 2023 proche de 4,3% du PIB après -6,7% en 2022) malgré des recettes pétrolières satisfaisantes et une réforme fiscale approuvée en novembre 2022. Le déficit courant reste également élevé en dépit de la réduction prévue à 5,1% du PIB en 2023 (-6,2% en 2022).

Amérique latine : croissance



Amérique latine : inflation



Moyen-Orient et Afrique du Nord

Arabie saoudite - Chine : des relations commerciales et politiques qui s'intensifient

Les relations entre l'Arabie saoudite et la Chine sont appelées à s'approfondir et ce rapprochement prend aussi une dimension politique voire géopolitique.

Pour l'Arabie saoudite, la Chine est le premier partenaire commercial puisque 18% de ses exportations de pétrole lui sont destinées (soit 78 Mds USD) tandis que 22% de ses importations proviennent de Pékin (soit 38 Mds USD) en 2022. Des importations très diversifiées, allant des équipements électriques et électroniques aux véhicules de transport (automobile, navires), meubles, et autres produits de grande consommation.

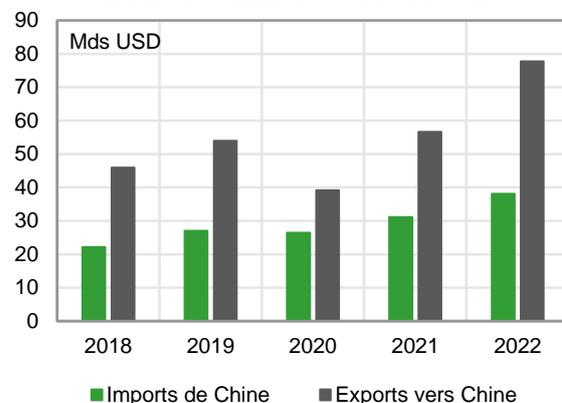
Pour souligner l'importance du partenaire chinois pour les Saoudiens, il suffit de noter que les exportations qui leur sont destinées représentent 7,1% du PIB du royaume. La tendance sur les cinq premiers mois de 2023 montre d'ailleurs une augmentation de 5% des exportations saoudiennes et une hausse assez spectaculaire de 28% des importations en provenance de Chine.

Lors des visites réciproques à Riadh et à Pékin, les dirigeants des deux pays ont affirmé avec force leur volonté commune d'intensifier les relations d'affaires. Ainsi, les dirigeants chinois ont promis environ huit milliards de dollars d'investissements industriels dans des domaines très variés : une aciérie, une usine de construction automobile en partenariat, une société commune pour la prospection des mines de cuivre, etc. Le sous-sol saoudien n'est pas riche qu'en hydrocarbures mais regorgerait aussi de très

nombreuses ressources minérales : or, cuivre, phosphates, zinc, uranium, et des « terres rares » comme le tantale et le niobium. Des réserves pour l'instant inexploitées et qui intéressent probablement au plus haut point le partenaire chinois. Le volet financier n'est pas en reste puisque l'ouverture d'une succursale de la Banque de Chine à Riyad est aussi envisagée dans le cadre de ces accords.

Le projet de diversification économique « Vision 2030 » est actuellement en phase de montée en puissance plus rapide sous l'impulsion des dirigeants saoudiens qui ont mandaté le fonds souverain PIF pour fédérer les financements destinés à améliorer l'industrialisation du pays.

Arabie : commerce avec la Chine



Sources : Nal Bur Statistics China, Crédit Agricole SA/ECO

Notre opinion – Ce rapprochement commercial s'inscrit dans une stratégie de long terme de part et d'autre. Pour la Chine, il s'agit de s'implanter plus durablement dans une région un peu délaissée par le concurrent américain et notamment chez son premier fournisseur de pétrole. Une diversification sans doute bienvenue après de nombreux investissements sur le continent africain. Pour l'Arabie, diversifier ses partenariats relève d'une forte volonté de s'étendre vers l'Asie et probablement de tenir un peu plus à distance les États-Unis (l'administration Biden) avec lesquels les relations sont tendues.

L'intensification de ces relations prend aussi une dimension géopolitique compte tenu du rôle diplomatique qu'a joué Pékin dans le rapprochement entre Riyad et Téhéran. Après dix années de rupture, l'Iran et l'Arabie ont rétabli leurs ambassades, avec la Chine pour intermédiaire diplomatique.

Afrique sub-saharienne

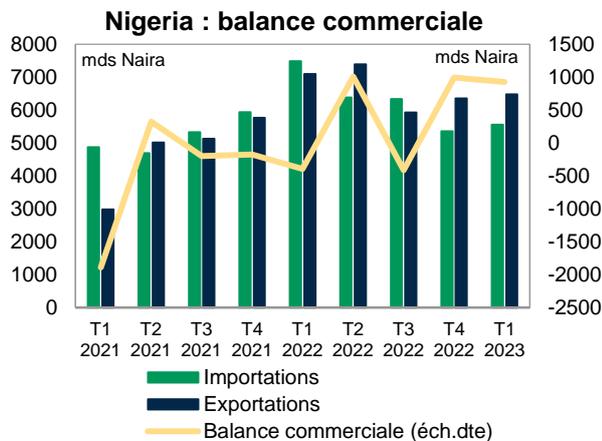
Nigeria : les importations plombées par la pénurie de liquidités

Au premier trimestre 2023, les importations totales du Nigeria se sont contractées de 26% par rapport au premier trimestre 2022 mais ont augmenté de 3,7% par rapport à fin 2022, à 5 560 Mds de naira (environ 8,5 Mds USD). Les importations ont été tirées à la baisse par le ralentissement des importations de produits manufacturés (-19,4% en g.a.) et des produits pétroliers (-40,2%). À l'inverse, les importations agricoles, de matières premières et de minéraux solides ont augmenté de 6,3%, 3,2% et 9,1%, respectivement.

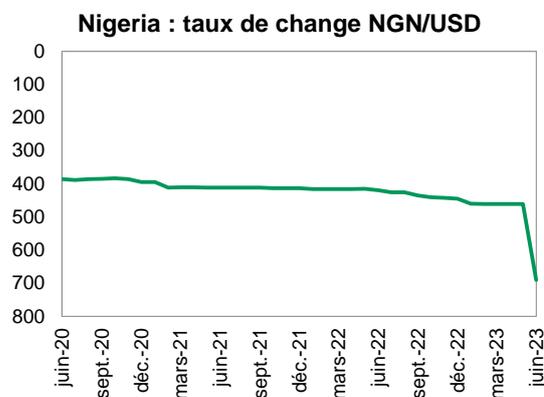
Dans le même ordre d'idées, les exportations totales ont augmenté de 2% par rapport au dernier trimestre 2022 tandis qu'elles se sont réduites de 8,7% en g.a. à 6 487 Mds de naira (environ 10 Mds USD). Ce ralentissement a été porté par le déclin observé dans les exportations de matières premières (-23%), d'énergie (-8,4%), de biens manufacturés (-40%), de pétrole brut (-8,4%) et des autres produits pétroliers (-10,2%). Il y a néanmoins eu une hausse des exportations agricoles (+40%) et des minéraux solides (+32%). Au total, le commerce extérieur du Nigeria s'est contracté de 17,5% en g.a., à 12 046 milliards de naira (environ 18,3 Mds USD).

Les principaux pays destinataires des produits nigériens sont les Pays-Bas (13% des exportations totales), les États-Unis (9%), l'Espagne et la France (7,5% chacun). Les principaux fournisseurs sont la Chine (23,3% des importations totales), les Pays-Bas (10,4%) et la Belgique (9,3%).

Ces chiffres s'expliquent en partie par la très controversée réforme monétaire ayant entraîné une pénurie de liquidités. En effet, dans une tentative de renforcer sa politique monétaire, la banque centrale nigérienne (CBN) avait décidé de changer tous les billets de banque. Sous l'initiative de l'ancien président, Muhammadu Buhari, cette politique visait à réduire la quantité de monnaie en circulation pour contrer l'inflation et lutter contre le blanchiment d'argent et l'économie informelle. Elle aspirait également à favoriser les transactions numériques et encourager l'inclusion financière. Or, depuis l'introduction de ces nouveaux billets, le Nigeria est gagné par des manifestations de colère. L'objectif de la politique est atteint, avec moins de liquide en circulation mais une émission de nouveaux billets insuffisantes provoquant dès lors la frustration de la population. Par ailleurs, l'activité économique a également été impactée et enregistre une croissance de 2,3% au premier trimestre 2023 contre 3,1% au premier trimestre 2022 et 3,5% au quatrième trimestre 2022.



Sources : National Bureau of Statistics, Crédit Agricole S.A.



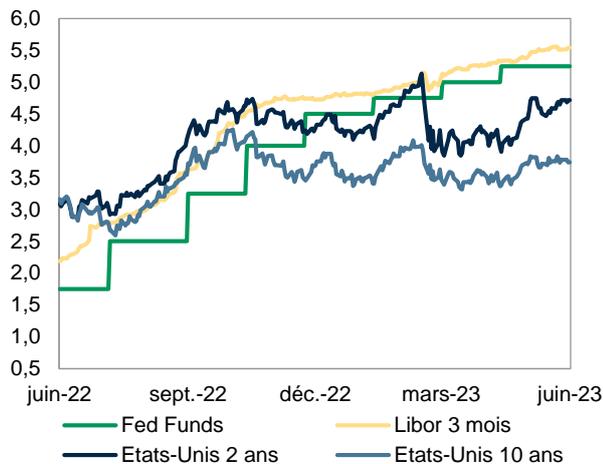
Sources : Refinitiv, Crédit Agricole S.A./ECO

☑ Notre opinion – Le nouveau président, Bola Tinubu ayant prêté serment en mai 2023 n'est pas favorable à cette mesure et prévoit « un nettoyage en profondeur » de l'économie nigérienne en proie à une myriade de défis. Le chantier a déjà commencé avec la suppression des subventions au carburant, le limogeage et l'arrestation du gouverneur de longue date de la CBN et un nouveau régime de change à venir. En effet, pour ce dernier, la CBN a autorisé la dévaluation du naira pour migrer vers un système de taux de change unique et flottant. La devise est ainsi passée de 465 NGN/USD à 656 NGN/USD actuellement. Le Nigeria avait en effet adopté en 2017 un régime de taux de change multiples pour éviter la dévaluation du naira, avec un taux officiel fixe et différents autres taux selon la nature des transactions. Cette nouvelle mesure vise à améliorer la liquidité, le commerce extérieur et le climat d'investissement à long terme.

Tendances à suivre

Taux d'intérêt en dollar américain

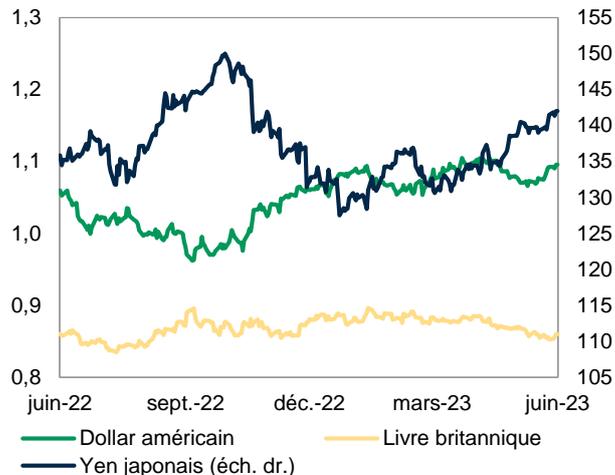
%, interbancaire (Londres) et souverains (États-Unis)



Source : Thomson Reuters

Taux de change des principales devises

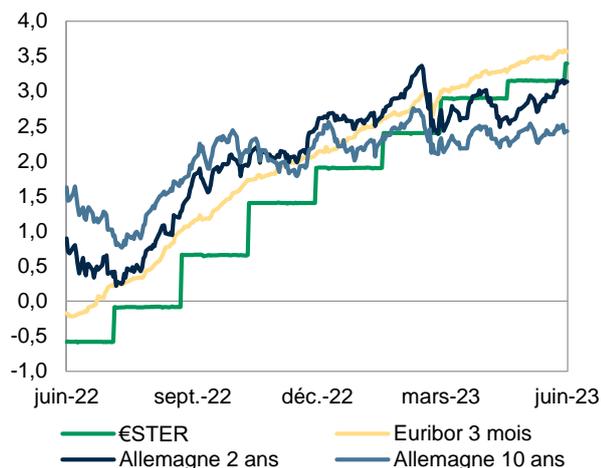
EUR/USD, EUR/GBP et USD/JPY



Source : Thomson Reuters

Taux d'intérêt en euro

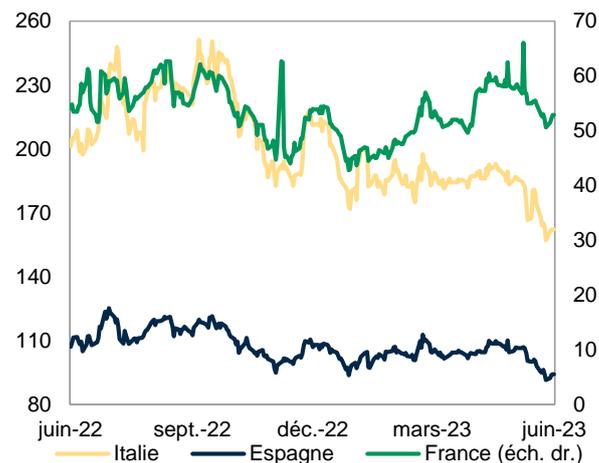
%, interbancaires (Londres) et souverains (Allemagne)



Source : Thomson Reuters

Spreads souverains européens avec le Bund

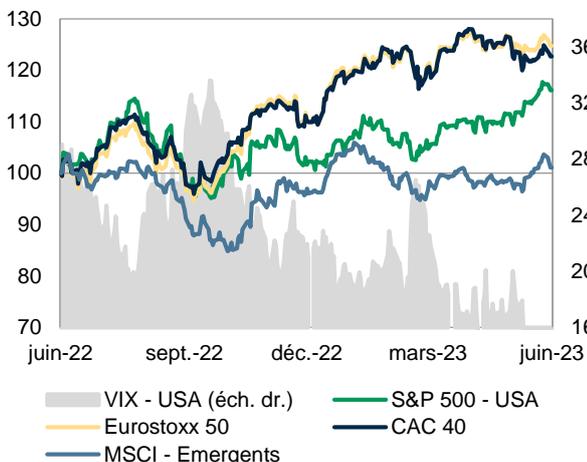
Pdb, dette en EUR à dix ans



Source : Thomson Reuters

Marché actions

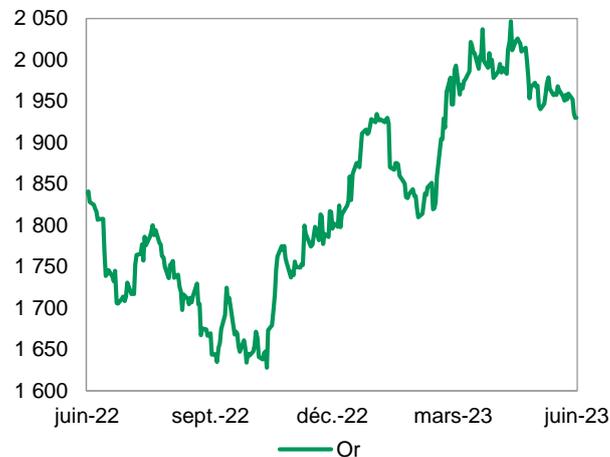
Indice boursiers (100 = début de période) et volatilité VIX



Source : Thomson Reuters

Cours de l'once d'or

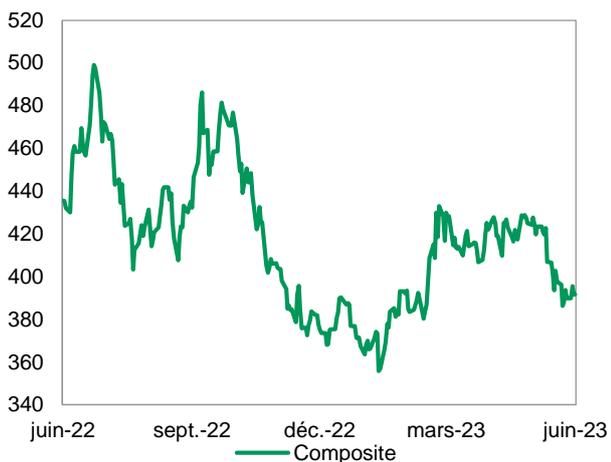
USD/Once troy (Londres)



Source : Thomson Reuters

Spreads souverains émergents avec le T-Bond

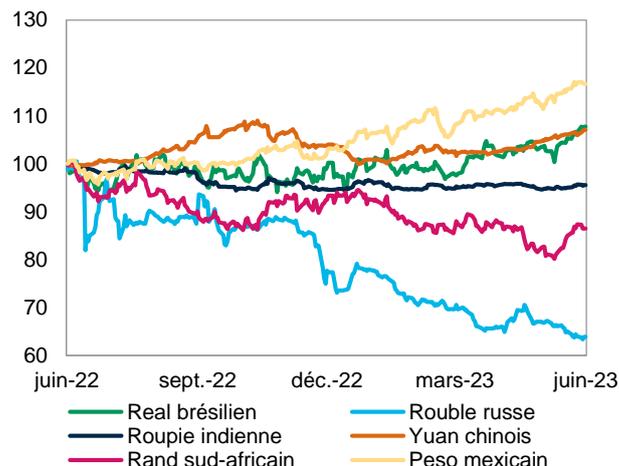
Indices EMBI+ (pdb, dette en USD de plus d'un an)



Source : JP Morgan

Devises émergentes

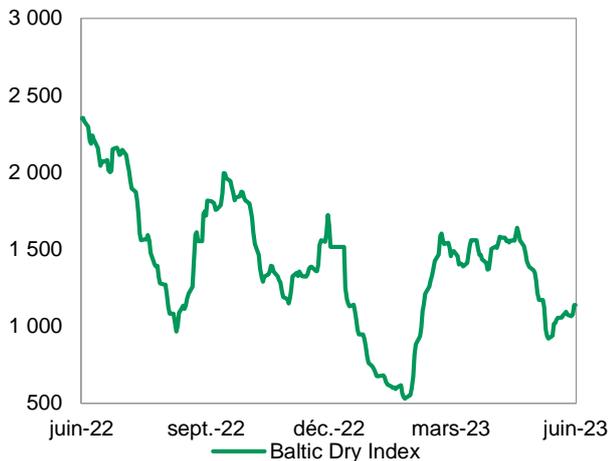
/USD (indice 100 = début de période)



Source : Thomson Reuters

Coût du transport maritime de vrac sec

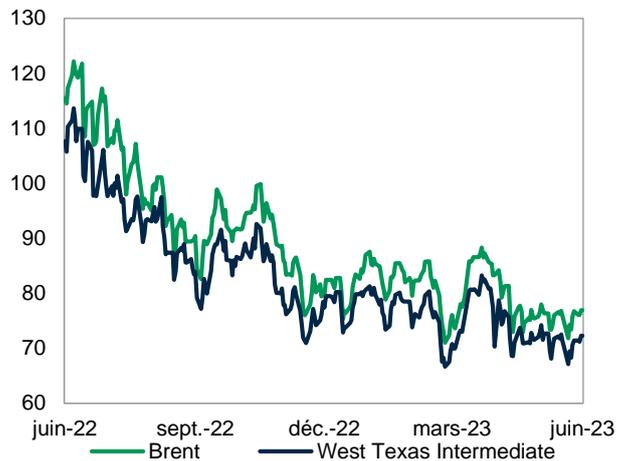
Baltic Dry Index (USD/point)



Source : Baltic Exchange

Cours du baril de pétrole brut en USD

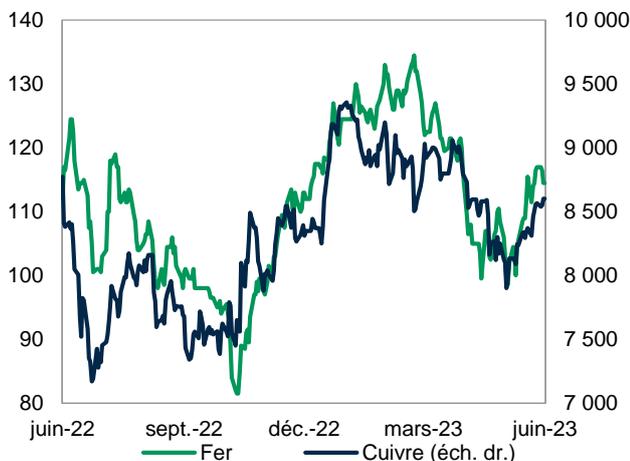
Brent (mer du Nord) et WTI (golfe du Mexique)



Source : Thomson Reuters

Cours des métaux

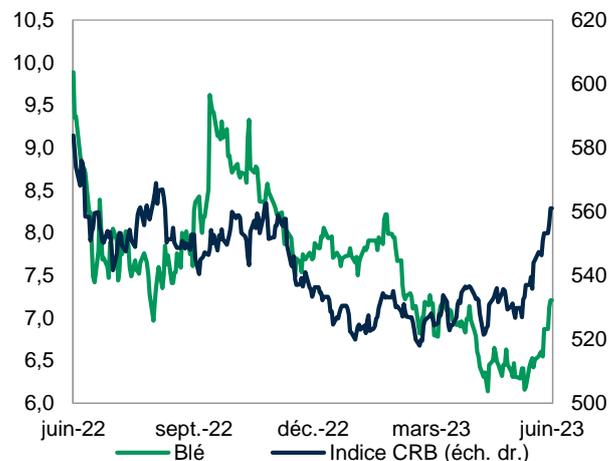
USD/tonne métrique



Sources : Steel Home, London Metal Exchange

Agriculture

SRW Wheat (USD/boisseau) et CRB foodstuffs (USD/point)



Sources : USDA, CRB

Consultez nos dernières parutions en accès libre sur Internet :



Monde – Scénario macro-économique 2023-2024 – Avril 2023

[Un ralentissement « baroque »](#)

Date	Titre	Thème
22/06/2023	<u>Chine : quelle réaction face au ralentissement de la croissance ?</u>	Chine
21/06/2023	<u>Royaume-Uni – Le marché du travail met la BoE au défi de poursuivre le resserrement</u>	Royaume-Uni
20/06/2023	<u>Zone euro – Une hausse de la production industrielle en trompe l'œil</u>	Zone euro
19/06/2023	<u>Parole de banques centrales – BCE : pas encore arrivée à destination</u>	Zone euro
19/06/2023	<u>France – Immobilier résidentiel : correction assez nette du marché en 2023</u>	Immobilier résidentiel
16/06/2023	<u>Monde – L'actualité de la semaine</u>	Monde
15/06/2023	<u>News géoéconomiques</u>	Géoéconomie
15/06/2023	<u>Otan : une réunion à haut risque, en juillet</u>	Géopolitique
14/06/2023	<u>Moyen-Orient & Afrique du Nord – Les pays producteurs de pétrole profitent de la bonne conjoncture pour se désendetter</u>	Moyen-Orient – Afrique du Nord
14/06/2023	<u>France – Réindustrialiser, un enjeu pour la croissance et la souveraineté de l'économie française</u>	France
13/06/2023	<u>Italie – Baisse de la production industrielle</u>	Italie
13/06/2023	<u>Zone euro – Le PIB recule au T1 2023</u>	Europe

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 BENADJAOUD, 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, géo-économie : Tania SOLLOGOUB (coordination pays émergents), Ada ZAN, Mathilde DERAMBURE

Asie : Sophie WIEVIORKA

Amérique latine : Catherine LBOUGRE (coordination scénario), Cezar MEZHER

Afrique du Nord, Moyen-Orient : Olivier LE CABELLEC

Afrique sub-saharienne : Ayathassen BENSAID

Documentation : Elisabeth SERREAU

Statistiques : DATALAB ECO

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 Études 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.