

# Perspectives

Hebdomadaire – N°24/119 – 26 avril 2024

## MONDE – L'actualité de la semaine

☞ <i>La croissance américaine se révèle tenace (l'inflation également).....</i>	2
☞ <i>France : programme de stabilité, un manque de crédibilité et de cohérence, ainsi que des défis.....</i>	3
☞ <i>Zone euro : nouvelle hausse du taux d'épargne et repli du taux de marge au T4 2023.....</i>	5
☞ <i>Italie : vent de pessimisme face aux incertitudes.....</i>	6
☞ <i>Espagne : affaiblissement des ventes au détail en mars.....</i>	7
☞ <i>Allemagne : évolution globalement positive d'un climat des affaires détérioré.....</i>	8
☞ <i>Royaume-Uni : la reprise se renforce, les tensions sur les coûts aussi.....</i>	10
☞ <i>Afrique sub-saharienne : les questions migratoires et climatiques à la croisée des chemins.....</i>	12

### La croissance américaine se révèle tenace (l'inflation également)

Aux États-Unis, au premier trimestre, le PIB réel a progressé de 1,6% en variation trimestrielle annualisée (à rapprocher d'un consensus à 2,5% et d'un quatrième trimestre à 3,4%). La consommation (près de 70% du PIB) de services apporte la contribution de loin la plus substantielle à la croissance (près de 1,8 point de pourcentage – pp) ; une croissance soutenue, par ailleurs, par l'investissement résidentiel (0,5 pp) et non résidentiel (0,4 pp) et les dépenses publiques. En revanche, la variation des stocks et la demande extérieure nette pèsent sur la croissance avec des contributions nettes négatives de respectivement près de 0,4 pp et 0,9 pp. Sur une base annuelle, la croissance ne fléchit que très légèrement passant de 3,1% à 3%. Notre scénario table encore néanmoins sur une décélération au cours du second semestre, éventuellement assortie d'un trou d'air : une récession bénigne à la charnière des années 2024-2025 témoignant de l'effet dépressif très décalé du resserrement monétaire. La croissance annuelle moyenne ralentirait de 2,5% en 2023 à 2% en 2024.

Outre le rapport sur l'emploi d'avril, la semaine qui s'annonce sera marquée par la réunion du FOMC au cours de laquelle la Fed devrait maintenir inchangée sa fourchette cible à 5,25-5,50% pour une sixième réunion consécutive. Cette stabilité devrait être accompagnée de commentaires prudents du président Jerome Powell rappelant que la baisse des taux directeurs n'est toujours pas imminente. Selon l'indicateur préféré de la Fed (*PCE* juste publié), l'inflation, s'est établie en mars à 2,7%, en hausse par rapport aux deux mois précédents (2,5%). Avec une inflation *core* à 2,8%, la désinflation est poussive et signale de nouveau que le dernier kilomètre vers la zone de confort de la Fed (de préférence la cible de 2%) est le plus dur à parcourir. Cela augure mal d'une attitude plus conciliante de J. Powell.

Alors qu'en fin d'année, les marchés tablaient de façon exagérément optimiste sur une possible baisse des taux de la Fed dès mai (voire dès mars), la date n'a cessé d'être différée en raison de la

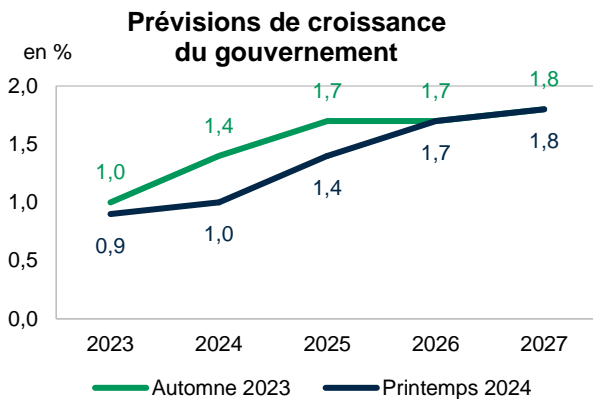
résistance de l'inflation. Le marché table désormais sur une première baisse en septembre et limite l'assouplissement total à près de 35 points de base (pb) en 2024. Tablant sur un recul toujours progressif de l'inflation totale (CPI) la situant vers 3% fin 2024 (pour une inflation *core* excédant toujours très légèrement 3%), notre scénario a toujours été plus conservateur. Toujours... jusqu'à très récemment : notre scénario est désormais légèrement plus accommodant avec une première baisse prévue en juillet, suivie d'une seconde en novembre, pour un total de 50 pb en 2024. À la faveur de l'accès de faiblesse de la croissance américaine prévu à la fin de l'année, le rythme des baisses pourrait s'accélérer en 2025 : notre scénario table sur 150 pb de baisse (50 pb au cours de chacun des trois premiers trimestres), suivis d'une pause (limite supérieure à 3,50% sous laquelle il serait difficile de passer). Néanmoins, au regard des résistances satisfaisante de la croissance, d'une part, et désagréable de l'inflation, d'autre part, les risques penchent en faveur d'un début plus tardif de l'assouplissement.

Sans surprise, la semaine a été marquée par une remontée des taux souverains à dix ans. Aux États-Unis et en Allemagne, ils gagnent respectivement 9 et 5 points de base portant les hausses depuis le début de l'année à près de 60 et 80 pb : la majeure partie de la remontée s'est opérée au cours du mois écoulé. Alors que les taux à deux ans sont quasiment stables, les courbes gagnent un soupçon de pente tout en restant inversées. Peu sensibles à un possible scénario de taux directeurs moins favorable aux États-Unis, les marchés actions reprennent leur mouvement de hausse interrompu (S&P) ou plus hésitant (Eurostoxx et CAC40) depuis début avril. Bien que les différences désormais anticipées de *tempo* d'assouplissement (tout comme les différentiels de taux d'intérêt) donnent désormais l'avantage au dollar, l'euro résiste ; sa dépréciation depuis le début de l'année reste cependant proche de 3%.

## Zone euro

### France : programme de stabilité, un manque de crédibilité et de cohérence, ainsi que des défis

Le [programme de stabilité](#) pour les années 2024 à 2027 a été présenté en Conseil des ministres et publié mercredi 17 avril. Les prévisions de croissance du gouvernement sont révisées à la baisse par rapport au projet de loi de finances (PLF) de l'automne dernier. Ses prévisions de déficit et de dette publics sont revues à la hausse, ce qui est également lié aux chiffres décevants publiés entre temps pour 2023<sup>1</sup>. Pour autant, le Haut Conseil des Finances publiques (HCFP) juge que la trajectoire du gouvernement « manque de crédibilité » et « de cohérence ». Le gouvernement semble, en effet, tabler à la fois sur une croissance forte et des économies budgétaires supplémentaires (encore mal documentées pour les années 2025 et au-delà), ce qui semble *a priori* contradictoire. L'effet récessif de l'orientation budgétaire dépendra effectivement des origines précises des économies, mais il devrait être non négligeable. L'impact est notamment estimé par [l'Observatoire français des conjonctures économiques \(OFCE\)](#) à -0,6 point de PIB en 2025 pour l'ajustement budgétaire supplémentaire prévu de 20 milliards d'euros.



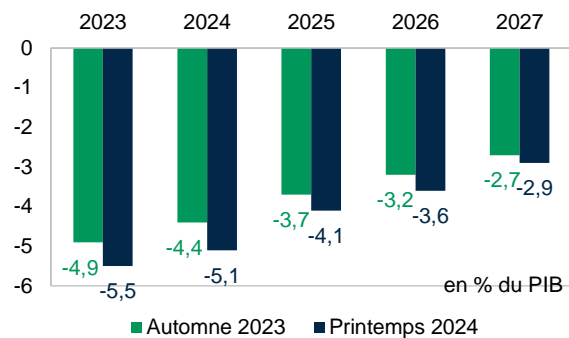
Sources : PLF 2024 et PLPFP 2023-2024 révisé (Automne 2023), Programme de stabilité 2024-2027 (Printemps 2024), Crédit Agricole S.A./ECO

Dans le détail, le programme de stabilité prévoit une croissance qui augmenterait sur l'horizon de prévisions, de 1,0% en 2024 à 1,8% en 2027. Malgré une révision à la baisse de ces prévisions par rapport à l'automne dernier, celles-ci restent dans la fourchette haute des prévisionnistes. En particulier, la prévision de consommation des ménages apparaît particulièrement optimiste (+1,6% en 2024 et 2025, et jusqu'à +2,2% en 2027), alors que la confiance des ménages reste dégradée et l'incertitude élevée.

Du côté des finances publiques, le gouvernement prévoit une amélioration progressive du déficit des administrations publiques, de 5,1% du PIB en 2024 à 2,9% en 2027. Malgré des révisions à la hausse du déficit public par rapport à l'automne, il est donc

toujours prévu que celui-ci passe sous les 3% du PIB à horizon 2027, ce qui paraît particulièrement ambitieux. L'effort prévu entre 2025 et 2027 semble ardu, et les mesures sous-jacentes qui s'appuieront sur les exercices de revues de dépenses en cours ne seront détaillées que plus tard dans les textes financiers. Le document précise toutefois que cet effort portera « prioritairement sur les dépenses et sera partagé par l'ensemble des secteurs des administrations publiques ».

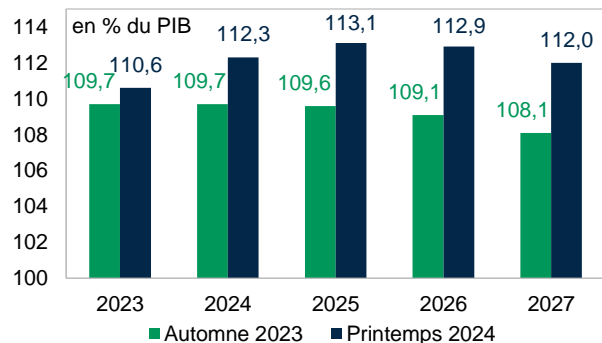
### Prévisions de solde public du gouvernement



Sources : PLF 2024 et PLPFP 2023-2024 révisé (Automne 2023), Programme de stabilité 2024-2027 (Printemps 2024), Crédit Agricole S.A./ECO

Le ratio de dette publique augmenterait pour sa part cette année et la suivante, atteignant 113,1% en 2025, en lien notamment avec le ralentissement du PIB nominal dû à la désinflation. La dette publique diminuerait ensuite pour s'établir à 112% du PIB en 2027, un niveau évidemment très éloigné du seuil de Maastricht de 60%, et en hausse par rapport à 2023.

### Prévisions de dette publique du gouvernement



Sources : PLF 2024 et PLPFP 2023-2024 révisé (Automne 2023), Programme de stabilité 2024-2027 (Printemps 2024), Crédit Agricole S.A./ECO

[L'avis](#) du Haut Conseil des finances publiques (HCFP), organisme chargé d'évaluer le réalisme des prévisions gouvernementales, rendu le 16 avril, est assez cinglant. Il juge tout d'abord que la prévision

<sup>1</sup> Voir notamment notre article « [Dérapage des finances publiques en France, une incidence à long terme](#) » du 5 avril.

gouvernementale manque « de crédibilité », supposant un effort en dépenses jamais vu par le passé et dont la documentation reste à ce stade minime, et qui se traduirait pourtant par une divergence accrue avec le reste de la zone euro. Cet effort budgétaire supposerait par ailleurs coordination et adhésion de l'ensemble des administrations publiques, ce qui est difficile à imaginer. Le HCFP considère également que cette prévision « manque de cohérence », car l'ampleur de l'effort budgétaire prévu implique un effet baissier sur l'activité économique, or les prévisions de croissance du gouvernement paraissent particulièrement élevées. Il estime notamment que la prévision de PIB potentiel<sup>2</sup> du gouvernement est surévaluée, avec un risque de révision à la baisse à l'avenir, et donc de révision à la hausse du déficit budgétaire structurel<sup>3</sup>. Le HCFP invite le gouvernement à mettre en cohérence son scénario, ce qui veut concrètement dire choisir entre croissance et restriction budgétaire.

Concernant l'ajustement budgétaire, favoriser une réduction des dépenses publiques plutôt qu'une hausse des impôts, l'orientation qui a la faveur du gouvernement, est aussi celle préconisée par l'économiste [Gilbert Cette](#). Empiriquement, l'effet récessif sur l'activité serait en effet moindre dans le premier cas, bien que la théorie économique de base prône l'inverse (elle suggère que le

supplément de revenu qui part dans l'impôt dans le second cas n'aurait de toute façon pas été totalement consommé, avec un effet donc plus faible sur l'activité). Dans certains cas empiriques, la baisse des dépenses publiques aurait même un effet très limité – voire positif – sur l'activité, du fait d'effets ricardiens (les ménages sont rassurés sur la trajectoire de finances publiques et génèrent une moindre épargne de précaution pour se prémunir des conséquences futures de la dérive des finances publiques). À noter toutefois que ces résultats ne portent pas sur la France. Le niveau élevé des prélèvements obligatoires en France en comparaison internationale (voir notamment [Fipeco](#)) limite de toute façon les marges de manœuvre sur l'impôt. Sur le volet des économies en dépenses, les collectivités locales pourraient en particulier être mises à contribution, alors que leurs effectifs ont bondi sur la période récente (voir encore [Fipeco](#)). Si l'économiste n'est pas en faveur d'une hausse des impôts, il envisage toutefois de supprimer certaines niches fiscales, ce qui aurait par ailleurs des effets redistributifs (les ménages les plus fortunés en bénéficiant davantage). Des évidences émergent toutefois : le rétablissement des comptes publics fera des mécontents, et c'est toujours un défi que de faire passer des réformes en France. Parlons peu, parlons bien : le gouvernement a donc du pain sur la planche.

**✓ Notre opinion** – La prévision de croissance du programme de stabilité est supérieure de 0,1 point à [notre prévision](#) en 2024 et 2025, la nôtre précédant pourtant l'intégration effective d'un ajustement budgétaire plus important comme dessiné dans le programme de stabilité, avec donc un effet à la baisse sur la croissance. Notre prévision de croissance pour 2025 (1,3%) pourrait ainsi être abaissée dans notre prochain scénario trimestriel pour prendre en compte l'impact de la restriction budgétaire annoncée. Pour 2024, la première estimation de la croissance du premier trimestre 2024, qui sera publiée la semaine prochaine, nous éclairera sur le réalisme des prévisions. Ainsi, dans le cas d'une croissance moindre que celle que nous anticipons (+0,2% t/t au T1), ce qui est possible, notre prévision de croissance pour 2024 (+0,9%) sera elle aussi abaissée.

*Bien que le moteur de la croissance dans les deux années à venir soit dans notre prévision comme dans celle du gouvernement la consommation des ménages, la prévision du programme de stabilité excède la nôtre de l'ordre de +0,3 point en 2024 et +0,2 point en 2025, alors même que notre prévision se veut raisonnablement optimiste. Là encore, les chiffres des comptes nationaux trimestriels de la semaine prochaine devraient confirmer ou infirmer cette orientation.*

<sup>2</sup> Le PIB potentiel correspond au niveau de PIB atteignable, une fois les chocs temporaires subis par l'économie éliminés, de manière durable, c'est-à-dire avec des facteurs de production à leur niveau d'équilibre (sans tensions sur les prix).

<sup>3</sup> Le déficit budgétaire structurel correspond au déficit budgétaire qui serait constaté si le PIB était à son niveau potentiel.

## Zone euro : nouvelle hausse du taux d'épargne et repli du taux de marge au T4 2023

Malgré une dynamique soutenue des revenus, les ménages ont continué d'arbitrer en faveur de l'épargne au quatrième trimestre 2023.

Le revenu disponible des ménages a accéléré, son taux de croissance passant de 0,8% au T3 2023 à 1,2% au T4 2024. Ce rythme est bien supérieur à celui de l'indice des prix à la consommation IPCH qui n'a progressé que de 0,2% sur le trimestre et à celui du déflateur de la consommation des ménages qui s'est replié de 0,5%. En termes réels le revenu disponible des ménages a donc davantage accéléré. C'est le taux d'épargne qui a une fois de plus augmenté à 14,6%, après 13,9% au T3 2023. Il demeure bien supérieur à sa moyenne d'avant la pandémie. Malgré cette accélération, sur un an toutes les principales composantes du revenu disponible des ménages ont diminué leur contribution, que ce soit la masse salariale, les revenus nets de la propriété et les transferts et le revenu mixte. Mais la ponction négative des impôts a aussi diminué permettant une croissance toujours soutenue du revenu.

La capacité de financement des ménages s'est encore améliorée passant de 4,4% du revenu disponible brut au T3 2023 à 5% au T4. C'est à la fois le résultat de l'augmentation de l'épargne que de la baisse de l'investissement des ménages. Celui-ci s'est replié de 0,3% en valeur faisant de nouveau baisser le taux d'investissement à 9,7%. L'investissement financier des ménages a donc continué de s'accroître au même rythme, tandis que son financement a fortement ralenti sous l'effet d'un plus faible taux de croissance des prêts. Soutenue aussi par des gains de valorisation, la hausse de la richesse financière des ménages a compensé la baisse de plus en plus marquée de la richesse non-financière (-2,5% sur un an), et l'augmentation des passivités financières permettant ainsi de maintenir le rythme de croissance de la richesse nette des ménages. Leur taux d'endettement s'est néanmoins

réduit sur un an en pourcentage du PIB, passant de 56,7% à 53,6%.

La croissance des rémunérations des salariés a ralenti au quatrième trimestre 2023 en termes nominaux, mais les rémunérations plus les impôts nets des subventions à la production ont continué de progresser à un rythme supérieur à celui de la valeur ajoutée (1,6%). Combiné à la baisse de la productivité, cela a conduit à une légère accélération des coûts salariaux unitaires et déplacé le partage de la valeur ajoutée des profits aux salaires avec un léger repli du taux de marge des sociétés non financières (à 40,3%). Ce niveau est le plus faible depuis le troisième trimestre 2020, mais il demeure assez élevé par rapport à la moyenne pré-pandémie. Cela demeure un point de force pour les entreprises face à l'érosion attendue de la rentabilité, elle-même consécutive à la dégradation anticipée de la productivité. L'excédent net d'exploitation (*cash-flow*) a cependant davantage ralenti que l'EBE sous l'effet de la moindre contribution positive des revenus de la propriété et des charges d'intérêts plus élevées.

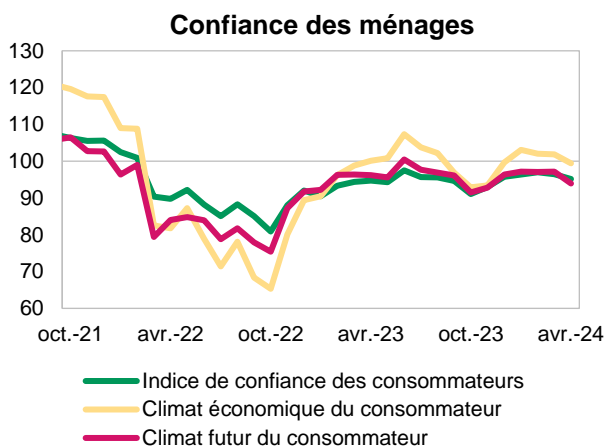
L'investissement des SNF en valeur s'est néanmoins redressé (+0,7%, après -0,2% au T3 2023), mais pas suffisamment pour empêcher une nouvelle baisse du taux d'investissement, (à 22,5%), en repli désormais depuis trois trimestres et faible par rapport à sa moyenne historique. La capacité de financement a légèrement baissé à 2,4% de la valeur ajoutée, mais a permis de maintenir l'investissement financier à un rythme inchangé (+1,4%). L'endettement a aussi augmenté à un rythme inchangé sous l'effet d'une accélération de l'endettement bancaire (1,2%, après 0,7% sur un an) et obligataire (2,2%, après 1,9%) et d'une plus faible croissance de l'endettement par actions. Le ratio dette/PIB des SNF de la zone euro s'est néanmoins réduit sur un an passant de 71,7% fin 2022 à 67,6% au quatrième trimestre 2023.

**☑ Notre opinion** – Les données relatives au quatrième trimestre 2023 n'ont pas permis de confirmer notre scénario de redressement de la consommation des ménages, fondé sur la croissance du pouvoir d'achat. Notre scénario conserve néanmoins son hypothèse de reprise de la consommation des ménages : une hypothèse qui suppose la poursuite des gains de pouvoir d'achat grâce à la progression du salaire par travailleur à un rythme (4% en 2024 et 3% en 2025) supérieur à celui de l'inflation (2,6% et 2,1% respectivement). Croissance du revenu disponible réel et baisse du taux d'épargne soutiendraient donc les dépenses des ménages. La confiance des consommateurs poursuit son redressement grâce à des opinions plus favorables sur leur situation financière passée et future, à leurs anticipations moins pessimistes sur la situation économique de la zone et à de meilleures perspectives d'embauche. Bien que les consommateurs ne prévoient pas une hausse de leurs principaux achats, leurs intentions d'épargne se sont stabilisées.

L'investissement a souffert de l'affaiblissement de la demande et du renchérissement des conditions de financement. La reprise plus robuste de l'activité, prévue au deuxième semestre de 2024, devrait néanmoins soutenir le redressement de la productivité. Freiné par la composante logement, l'investissement devrait rester encore atone tout au long du premier semestre 2024. Il devrait se redresser ensuite, progressivement, à la faveur de la matérialisation du desserrement des conditions financières et de l'amélioration de la demande adressée aux entreprises.

 **Italie : vent de pessimisme face aux incertitudes**

L'évolution récente de la confiance, tant du côté des consommateurs que des entreprises, renvoie des signaux mitigés. L'indice de confiance des consommateurs a baissé pour le deuxième mois consécutif, passant de 96,5 à 95,2 en avril 2024, soit son niveau le plus bas depuis novembre 2023. Les ménages semblent en effet davantage pessimistes quant à l'évolution de l'activité et anticipent une détérioration de la situation économique italienne, y compris en ce qui concerne les perspectives de chômage. Malgré la baisse significative de l'inflation qui devrait favoriser une reprise du pouvoir d'achat, ils anticipent une dégradation de leur situation financière et une baisse de leur capacité d'épargne.

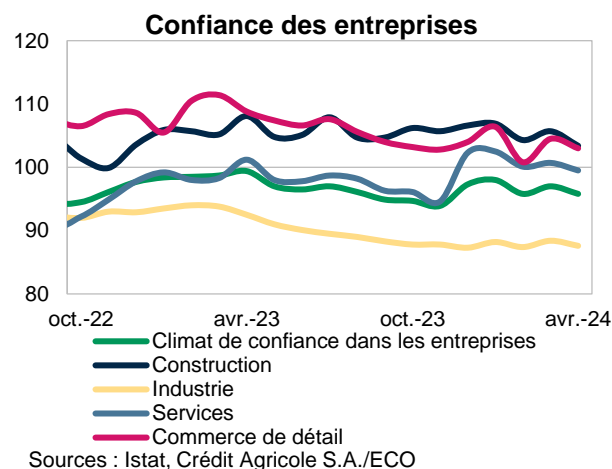


Sources : Istat, Crédit Agricole S.A./ECO

Parallèlement, l'indice de confiance des entreprises a également reculé, passant de 97,0 à 95,8. Ce repli est observable dans tous les secteurs économiques, notamment la construction, le commerce de détail et les services de marché. Dans le secteur manufacturier, les opinions sur les commandes et les attentes de production se sont détériorées, signalant des contraintes de demande encore présentes. Le taux d'utilisation des capacités de production a néanmoins progressé au cours du premier trimestre. Pour les services de marché, bien que les jugements sur les commandes aient baissé, les opinions sur l'activité commerciale sont plus encourageantes, indiquant une certaine résilience dans ce segment.

Enfin, l'indice de confiance dans le secteur de la construction a également baissé, passant de 105,7 à 103,4, reflétant une certaine prudence des entreprises, celle-ci étant également visible dans l'évaluation des commandes et les attentes d'emploi, qui ont toutes deux tendance à diminuer.

L'enquête présente en outre une analyse des perspectives d'investissement pour 2024. Les données montrent une tendance générale à l'optimisme, avec un nombre plus élevé d'entreprises anticipant une augmentation de leurs investissements au cours de l'année. Les entreprises manufacturières, dont 27% de l'échantillon anticipe des investissements, envisagent d'investir principalement dans le remplacement ou le renouvellement d'équipements (42,7%), l'expansion de la capacité de production (24,5%) et, dans une moindre mesure, dans la rationalisation de la production (14,4%). Les entreprises de services, dont 25,8% de l'échantillon ont indiqué vouloir investir, devraient concentrer leurs dépenses sur la substitution ou le renouvellement d'édifices et d'équipements informatiques. Les entreprises envisagent également une hausse de leurs investissements immatériels, avec une croissance des dépenses en recherche et développement, ainsi que dans les logiciels attendus pour 2024.



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

**Notre opinion** – Les récents indices de confiance, tant du côté des consommateurs que des entreprises, présentent des tendances mitigées. Malgré une baisse de l'inflation, les ménages expriment un sentiment de pessimisme, signe que le climat actuel d'incertitude pèse davantage sur leurs anticipations. Parallèlement, la confiance se dégrade dans les entreprises, bien que certaines affichent une certaine résilience. Malgré ces baisses, les perspectives d'investissement pour 2024 sont paradoxalement positives, avec un nombre accru d'entreprises prévoyant d'augmenter leurs investissements au cours de l'année.

### Espagne : affaiblissement des ventes au détail en mars

L'indice du commerce de détail a présenté en mars une variation de 0,5% sur un mois (après +0,5% en février).

Tous les canaux de distribution affichent des variations mensuelles négatives, à l'exception des grandes chaînes (+0,2%). Les grandes surfaces

présentent la plus forte diminution (-1,4 %). L'indice général sans les stations-service a enregistré un repli de -0,2% sur un mois. Par produits, l'alimentation a diminué de 1,0% et le reste de 0,3%.

Quant à l'emploi dans le secteur, il progresse de 2,2% sur un an (2,1% en février).

**✓ Notre opinion** – *Le commerce de détail affiche des variations annuelles positives depuis décembre 2022 et la consommation privée s'est montrée plus résiliente que prévu en 2023, notamment au second semestre, progressant de 1,8% en moyenne annuelle. Pourtant, il convient de mettre en perspective ce dynamisme de la consommation privée. Tout d'abord, cette variable dépasse à peine de 0,1% le niveau pré-pandémique en termes réels (T4 2023 vs. T4 2019). De plus, en raison de la croissance de la population, la consommation réelle par habitant reste inférieure à celle de 2019 de 2%. Si nous examinons la consommation réelle par foyer, la baisse par rapport à 2019 est encore plus importante, soit 3,4%.*

*Au cours de la même période, cette trajectoire de la consommation privée contraste avec la croissance du revenu brut disponible (RBD) de (+18,2%), grâce à la croissance de l'emploi et aux augmentations salariales. L'augmentation des pensions, qui explique l'augmentation nominale de 25,5% enregistrée par les prestations sociales perçues par les ménages, a également contribué fortement à la progression du RBD. De plus, avec la hausse des taux d'intérêt, la croissance des revenus d'investissement perçus par les ménages a été plus importante que les intérêts qu'ils paient pour leurs dettes (tous les ménages pris dans leur ensemble). En termes réels (en utilisant le déflateur de la consommation des ménages), la croissance du RBD entre 2019 et 2023 a été de 4,1%, supérieure à la croissance de la population, de sorte que le RBD réel par habitant a augmenté de 1,9%.*

*La baisse de la consommation réelle par habitant s'est donc produite en même temps que l'augmentation du revenu réel par habitant. Cela implique que l'épargne par habitant a augmenté, ainsi que le taux d'épargne ; en 2023, il s'est situé à 11,7% du RBD, contre 8,2% en 2019. Il convient de noter que ces résultats concernent la moyenne des ménages espagnols et représentent donc la moyenne d'une variété de situations très différentes. Ainsi, les ménages qui ont réussi à entrer sur le marché du travail et ceux qui disposent d'un volume élevé de richesse financière ont pu augmenter leur capacité de dépense (en moyenne), tandis que ceux qui avaient déjà un emploi avant la pandémie et ceux qui portent un prêt à taux variable auraient réduit la leur.*

 **Allemagne : évolution globalement positive d'un climat des affaires détérioré**

L'indicateur avancé de l'activité économique de l'Ifo sur la situation actuelle des entreprises dans l'ensemble de l'économie, s'est établi en territoire positif depuis deux mois, à 2,6 points en avril (après 0,6 point en mars), et est en hausse de 4,5 points depuis janvier. Concernant leurs anticipations d'activité pour les six prochains mois, l'indicateur global est en territoire négatif depuis près de trente mois, mais signale une moindre dégradation à -11,6 points en avril (après -16,2 en mars), avec une amélioration de 13,6 points depuis janvier.

L'indice PMI composite des directeurs d'achat de S&P Global s'est établi à 50,5 en avril (après 47,7 en mars), soit au-dessus du niveau indiquant une expansion de l'activité pour la première fois depuis dix mois. L'indice s'est amélioré de 3,5 points entre janvier et avril. En analysant en détail l'indice, toutes les sous-composantes se sont détériorées en avril, à l'exception des perspectives de production, qui se sont améliorées de 3,1 points depuis janvier. L'indice des carnets de commandes a aussi progressé de 4,5 points, mais demeure encore en territoire négatif signalant un repli ainsi que les nouvelles commandes (de, l'emploi et les nouvelles commandes à l'exportation. Si les prix des intrants montrent une moindre dégradation, les prix à la production ont continué de se détériorer depuis janvier, signalant une compression des marges.

Dans le secteur manufacturier l'indicateur produit par l'institut Ifo, signale une nouvelle dégradation de l'évaluation de la situation actuelle par les entreprises tandis que les anticipations d'activité à six mois sont moins détériorées depuis janvier.

L'indice PMI des directeurs d'achat de l'industrie manufacturière s'est légèrement amélioré à 42,2 en avril (après 41,9 en mars), mais signale encore une contraction de l'activité depuis vingt-deux mois. Les perspectives de production sont en expansion, tandis que les autres sous-composantes de l'indice

signalent encore une contraction. Les nouvelles commandes à l'exportation, le carnet de commandes et les stocks de produits finis se dégradent moins qu'avant. En revanche, la quantité d'achats, l'emploi et les perspectives de production continuent de baisser.

Dans le secteur de la construction, l'indicateur de l'Ifo signale une nouvelle dégradation de l'évaluation de la situation actuelle par les entreprises tandis que perspectives commerciales pour les six prochains mois sont moins détériorées depuis janvier.

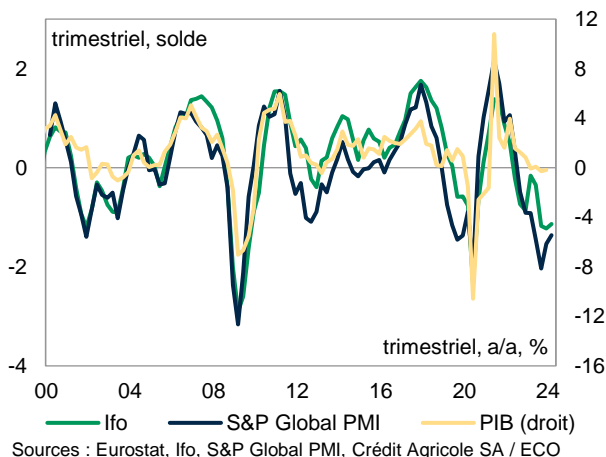
L'indice PMI du secteur de la construction s'est légèrement détérioré à 38,3 en mars (après 39,1 en février), mais signale encore une contraction de l'activité depuis vingt-quatre mois. Les nouvelles commandes sont en expansion, tandis que les autres sous-composantes de l'indice signalent encore une contraction. Les perspectives de la production et de l'emploi se dégradent moins.

L'institut Ifo montre que l'évaluation de la situation actuelle des entreprises du secteur du commerce s'est établie en territoire négatif depuis douze mois, mais s'améliore depuis janvier. Par ailleurs les perspectives commerciales pour les six prochains mois signalent une activité toujours dégradée depuis trente-trois mois, mais de moins en moins depuis janvier.

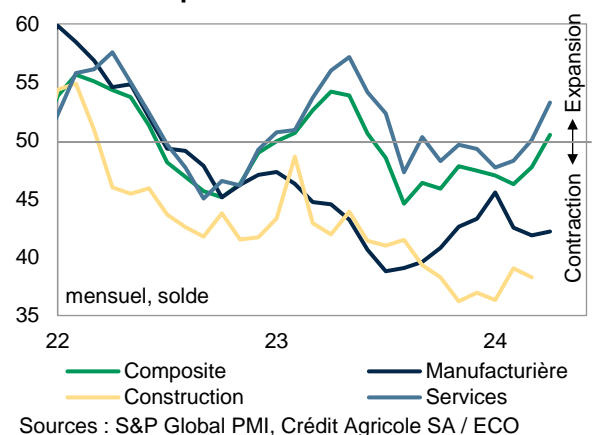
En revanche, l'évaluation de la situation actuelle des entreprises du secteur des services s'est établie en territoire positif depuis quarante-six mois (après le choc initial de la pandémie). Cependant, les perspectives commerciales pour les six prochains mois continuent de se détériorer, mais en moindre mesure depuis le début de l'année. .

L'indice PMI des directeurs d'achat du secteur des services confirme ses évolutions en s'établissant à 53,3 points en avril et signale une expansion de l'activité depuis deux mois.

**Enquêtes sur l'évolution du climat des affaires**



**Enquête sur l'évolution du climat des affaires par secteur d'activité**





☑ **Notre opinion** – L'économie présente encore des signes de contraction cyclique et le passage à une phase d'expansion se ferait très progressivement, compte tenu de la faiblesse de la demande étrangère et la demande domestique. Les deux principales enquêtes sur l'évolution du climat des affaires consolident le sentiment d'amélioration des perspectives de l'économie allemande, malgré sa situation de fragilité.

En effet, les perspectives sont dans l'ensemble plus positives que leur évaluation de la situation actuelle dans tous les secteurs sauf dans les services, ce qui se produit dans un contexte de hausse des coûts de la main d'œuvre et d'inflation des prix des services. Les données montrent également les effets négatifs que la faible consommation enregistrée ces derniers trimestres a eu sur l'activité économique. Les ventes au détail (hors véhicules et carburant automobile) sont de 2,7% inférieures à celles enregistrées avant la pandémie, et de -12,8% par rapport à celles qui auraient eu lieu si la tendance enregistrée entre 2010 et 2019 s'était poursuivie. L'enquête de confiance des ménages réalisée par GFK montre un solde d'opinions négatif depuis presque quarante-huit mois (peu après le début de la pandémie), et une détérioration de 1,9 point en avril par rapport à janvier. En revanche, l'étude détaille une amélioration de 2,2 points dans les intentions à consommer, bien que négatif depuis vingt-six mois. Les gains du pouvoir d'achat des consommateurs devrait réactiver l'activité.

L'évaluation de la situation actuelle et des perspectives s'est améliorée dans le secteur de la construction depuis janvier, ce qui concorde avec une hausse des nouvelles commandes en mars, selon l'institut de statistiques allemand. Cependant, tant l'ampleur que la durée de sa situation de contraction montrent une réalité plus fragile. Les permis de construire ont augmenté de 17,9% en février par rapport à fin 2023, bien qu'ils soient de 31,7% inférieurs à la moyenne enregistrée entre 2010 et 2019, concrètement de -9,8% pour les permis de construire résidentiels et de -87,5% pour les permis de construire non résidentiels. L'amélioration en février par rapport à fin 2023 est respectivement de 18,4% et de 16,8%. Concernant les prix de la construction, ils sont inférieurs de 22,5% au dernier pic enregistré en mars 2022.

La production dans l'industrie manufacturière a diminué en février de 12,4% après le pic de mai 2018, mais la production a augmenté de 3,2% par rapport à fin 2023, selon les données publiées par l'institut de statistiques allemand. Les nouvelles commandes en provenance de la zone euro sont celles qui ont plombé le plus l'indice pendant la période. Par ailleurs, l'indice de prix de production de l'industrie a diminué en mars de 10,5% après le pic de septembre 2022.

## Royaume-Uni

### Royaume-Uni : la reprise se renforce, les tensions sur les coûts aussi

Les résultats préliminaires pour le mois d'avril des enquêtes PMI auprès des directeurs d'achat indiquent une nette amélioration du climat des affaires dans le secteur privé avec un indice PMI composite en hausse de 1,2 point à 54, un plus haut depuis mai 2023. Il se situe en territoire d'expansion de l'activité pour le sixième mois consécutif. Une forte reprise dans les services compense une légère contraction dans l'industrie, après une stabilisation en mars. Les créations d'emplois augmentent pour le quatrième mois consécutif.

L'amélioration des perspectives d'activité est due à une accélération de la demande, comme suggéré par la hausse pour le cinquième mois consécutif de la composante nouvelles commandes. En revanche, l'embellie est observée uniquement dans le secteur des services où la composante nouvelles commandes atteint 54,2, très proche de sa moyenne de long terme. La hausse des dépenses des ménages et des entreprises donne à son tour lieu à une légère accélération des embauches.

*A contrario*, dans l'industrie, après une stabilisation en mars, les nouvelles commandes rechutent en zone de contraction, perdant plus de 2 points sur le mois et entraînant à la baisse la production qui replonge également en zone de contraction.

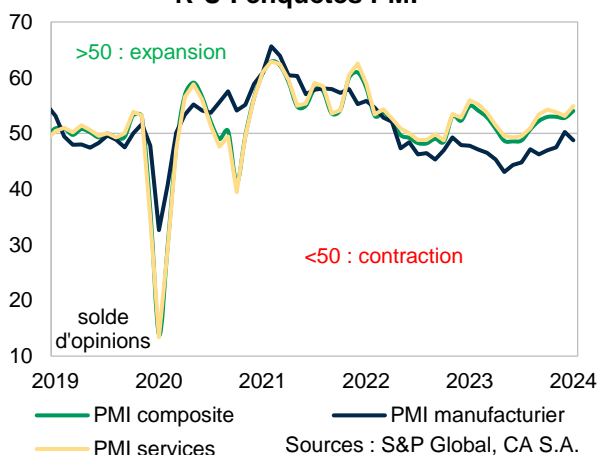
Dans le même temps, les enquêtes font état d'une forte hausse des tensions sur les coûts : les prix des intrants progressent à leur rythme le plus élevé depuis le mois de mai 2023. Si les coûts du transport et des matériaux sont les principaux responsables des tensions inflationnistes pour les industriels (au

plus haut depuis février 2023), l'accélération des coûts de production est surtout observée auprès des entreprises du secteur tertiaire. Elle s'explique principalement par la hausse de près de 10% du salaire minimum (*National Living Wage*) mise en place le 1<sup>er</sup> avril. C'est dans les secteurs de l'hôtellerie et des loisirs que l'impact de cette hausse du salaire minimum semble avoir été le plus fort.

Seul fait rassurant du rapport, les entreprises dans les services ne semblent pas répercuter ces hausses de coûts de production sur leurs prix sortants, qui décélèrent depuis deux mois. Ce n'est pas le cas de l'industrie toutefois, où les prix des *outputs* accélèrent pour le quatrième mois consécutif.

Cette semaine, le chef économiste de la BoE Huw Pill a confirmé, lors d'un discours à Londres, que, bien que des progrès aient été réalisés quant au retour de l'inflation vers la cible, « le moment de réduire le taux directeur était encore loin ». Il a précisé que « la politique monétaire devait rester restrictive jusqu'à ce que le processus de réduction de la composante persistante excessive de l'inflation soit terminé ; mais pas plus longtemps ». Cela étant dit, il a bien pris soin de noter qu'« une baisse du taux directeur à partir des niveaux actuels n'allait pas faire disparaître le caractère restrictif de la politique monétaire ». Ses commentaires viennent après ceux d'autres membres du MPC qui ont, dans l'ensemble, confirmé qu'une baisse de taux à la prochaine réunion en mai était peu probable.

R-U : enquêtes PMI



R-U : indices PMI composite des prix



**☑ Notre opinion** – Les indices PMI à fin avril indiquent une accélération de la reprise de l'activité et de l'emploi, grâce à une embellie dans les services qui compense un nouvel affaiblissement dans l'industrie. Ils suggèrent un taux de croissance du PIB de 0,4% au deuxième trimestre, après 0,3% au premier trimestre, ce qui est en ligne avec notre [scénario](#) (mais très au-dessus de la prévision de la BoE qui table sur une hausse du PIB de seulement 0,1% au premier trimestre).

En revanche, l'accélération de l'emploi et l'augmentation du salaire minimum de près de 10% en avril semblent provoquer une réaccélération des tensions sur les coûts de production, en particulier dans les services. Les entreprises absorbent pour le moment ces hausses, probablement pour soutenir la demande dont la reprise reste très fragile du fait de taux d'emprunt élevés, du choc des hausses de prix sur le niveau de vie et d'une confiance du consommateur encore faible. En revanche, il est peu probable qu'elles continuent à rogner encore longtemps sur leurs marges déjà détériorées ; elles devraient finir par chercher à répercuter les hausses de coûts sur leurs prix, surtout si la demande continue de se renforcer. À court terme, le scénario de forte baisse de l'inflation CPI légèrement en dessous de 2% au deuxième trimestre est toujours valable, grâce aux baisses de prix du gaz et d'électricité ; le risque est une accélération de l'inflation plus forte qu'anticipé au second semestre.

Toutefois, à la différence des marchés financiers qui ont été vite en besogne pour revoir leurs anticipations d'assouplissement monétaire, il nous semble encore trop tôt pour tirer des conclusions sur la politique monétaire. Nous continuons d'anticiper une première baisse de taux en juin, suivie par une séquence de baisses de taux très graduelles, à hauteur de 25 points de base par trimestre. L'inflation CPI au mois de mars (3,2% en variation sur un an) a certes surpris légèrement à la hausse par rapport au consensus (+0,1 pp), mais c'est la première surprise depuis décembre. En moyenne trimestrielle, l'inflation CPI s'établit même légèrement dessous de la prévision de la BoE (à 3,5%, contre 3,6% prévu par la BoE en février dernier).

En ce qui concerne les résultats des PMI d'avril, le rebond de l'activité semble plus fort qu'anticipé par la BoE, mais l'orientation de la politique monétaire reste déterminée par les indicateurs-clés de persistance de l'inflation (inflation dans les services, croissance des salaires et conditions sur le marché du travail) et moins par l'activité. Une reprise plus soutenue qu'anticipé de la demande pourrait devenir un signal hawkish seulement si elle entraîne des pressions à la hausse sur les prix, ce qui ne semble pas (encore) le cas.

Enfin, concernant les tensions sur les coûts salariaux, ce n'est pas une surprise. La BoE a déjà pris en compte l'impact sur l'inflation de la hausse du salaire minimum dans ses dernières prévisions. Elle avait alors estimé que la hausse du salaire minimum et ses effets indirects étaient susceptibles d'augmenter la croissance des salaires de 0,3 point de pourcentage.

## Pays émergents

### Afrique sub-saharienne

#### Afrique sub-saharienne : les questions migratoires et climatiques à la croisée des chemins

Les migrations africaines, aussi bien « internes » qu'« externes » continuent de subir des pressions persistantes à la hausse.

Les faibles opportunités économiques, la pauvreté endémique, les dynamiques démographiques et les contextes conflictuels, conjugués aux effets du changement climatique, en sont les principales causes.

En effet, bien que l'Afrique sub-saharienne ait connu une croissance économique soutenue depuis le début du siècle, la région continue d'avoir les revenus moyens par habitant les plus faibles du monde. Aujourd'hui, on estime que près de 35% de la population en Afrique sub-saharienne vit sous le seuil de pauvreté, créant une pression sur les membres des ménages afin de répondre aux besoins essentiels.

Par ailleurs, l'Afrique continue de connaître une croissance démographique plus importante que toute autre région du monde. En effet, la population africaine devrait doubler, passant de 1,2 milliard à 2,5 milliards d'habitants en 2050 tandis que 10 à 12 millions de jeunes Africains devraient rejoindre la population active chaque année, créant de nouvelles tensions sur les marchés du travail nationaux.

Enfin, les conflits non-résolus dans la région continuent de générer un nombre important de populations déplacées de force. En outre, le retour à des régimes autoritaires et autocratiques a provoqué une vague de déplacements. À titre d'illustration, le déclenchement d'un conflit au Soudan, en 2023, a entraîné 6 millions de déplacements transfrontaliers supplémentaires.

Cela s'ajoute aux mouvements de population générés par les conflits au Soudan du Sud, en République démocratique du Congo (RDC), en République centrafricaine et en Somalie, entre autres.

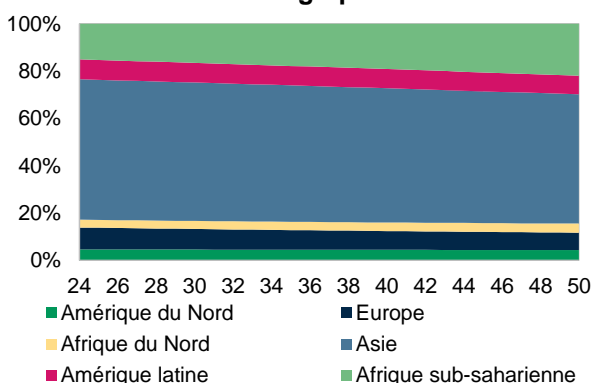
Dans cette perspective, le changement climatique s'ajoute aux enjeux cités dans la mesure où ce phénomène a entraîné, jusqu'ici, une réduction de 34% de la croissance de la productivité agricole en Afrique sub-saharienne depuis 1960, contribuant, aujourd'hui, à un climat d'insécurité alimentaire sans précédent au sein de la région.

Selon les prévisions de la Banque mondiale, le changement climatique, et sous-entendu l'intensification des inondations et des sécheresses, sera à l'origine de près de 10% de l'ensemble des migrations « transfrontalières » en Afrique d'ici 2050.

Pour autant, les effets du changement climatique se traduiront surtout par une hausse des migrations dites « internes », c'est-à-dire à l'intérieur des pays, les plus souvent des zones rurales aux zones urbaines : un phénomène bien connu par la région sur ces dernières années.

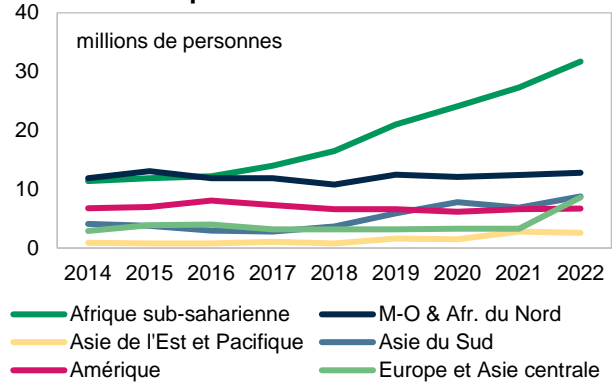
Les moyens de subsistance ruraux durables (cultures agricoles, systèmes de production alimentaire, ressources en eau) devenant de plus en plus précaires en raison du réchauffement climatique et des catastrophes naturelles, une part croissante des migrants pourrait être forcée de rendre ces déplacements « internes » permanents.

**Afrique sub-saharienne : démographie**



Sources : Nations-unies, Crédit Agricole S.A./ECO

**Afrique sub-saharienne : déplacements internes**



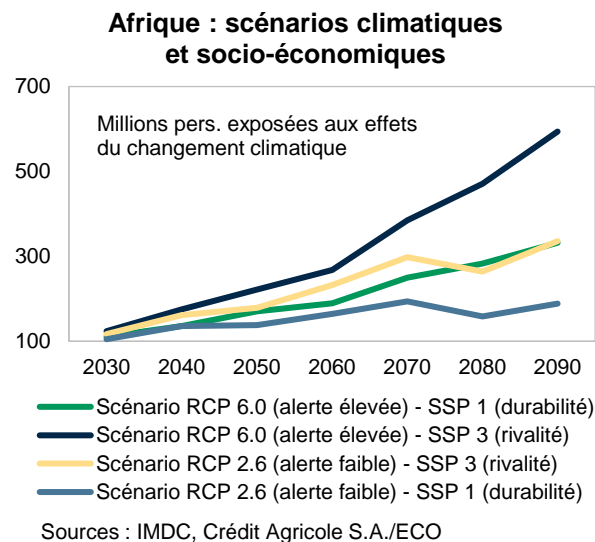
Sources : IMDC, Crédit Agricole S.A./ECO

Plusieurs exemples récents tendent à confirmer ce scénario :

- ✓ **Somalie** : une sécheresse inédite a entraîné le déplacement de près de 1,1 million de personnes, un record pour le pays, tandis que la concurrence pour des ressources réduites dans les zones rurales a aggravé la précarité liée à la sécheresse.
- ✓ **Madagascar** : plusieurs tempêtes ont diminué la capacité d'absorption des sols et aggravé l'insécurité alimentaire, entraînant plus de 290 000 déplacements internes, le chiffre le plus élevé jamais enregistré pour le pays.
- ✓ **Burundi** : les pluies torrentielles et les inondations liées notamment au débordement du lac Tanganyika ont entraîné, l'année dernière, le déplacement de plusieurs dizaines milliers de personnes et amputé les moyens de subsistance de plus de 10% de la population, en grande majorité rurale.

À présent, des scénarios de mobilités climatiques estiment que près de 5% de la population africaine pourrait se déplacer en raison des effets du changement climatique d'ici 2050, contre 1,5% aujourd'hui.

Dans cette perspective, la Banque africaine de développement (BAD) et l'Organisation internationale pour les migrations (OIM) ont récemment publié un rapport conjoint afin de rappeler que l'impact de la migration sur le développement humain et la réduction de la pauvreté en Afrique est d'autant plus grand, aujourd'hui, que la question climatique est d'autant plus urgente.



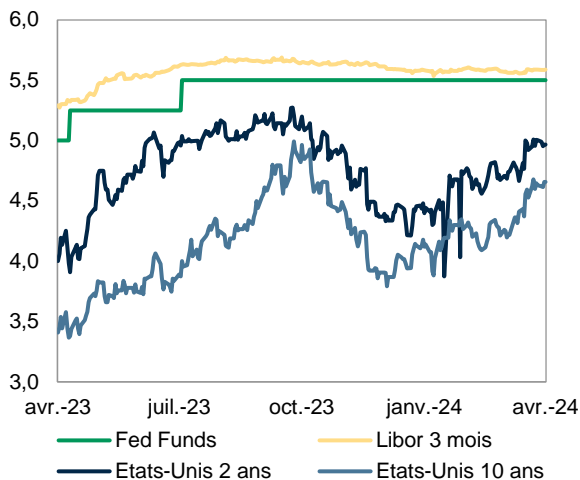
✓ **Notre opinion** – Bien que les communautés économiques régionales (CER) jouent un rôle croissant dans le démantèlement des obstacles à la circulation des personnes, la question migratoire inter et intra-continentale reste au cœur des préoccupations. Cela est d'autant plus vrai que la mobilité climatique renforce l'intérêt pour la refonte de la politique migratoire.

Dans cette perspective, les migrations imputables au dérèglement climatique doivent être reliées à ses causes et aux émissions de gaz à effet de serre (GES). D'où l'importance du financement du fonds « perte et dommages », acquis par les pays impactés à la COP28, en raison des investissements nécessaires pour faire face aux effets du changement climatique (sécheresses et inondations extrêmes, élévation des eaux littorales, incendies de forêts, variations des températures) et mettre en place des programmes d'adaptation et d'aide à la résilience des populations.

## Tendances à suivre

### Taux d'intérêt en dollar américain

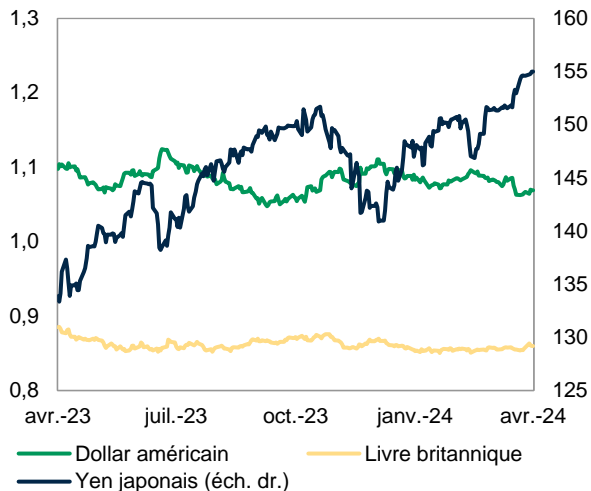
%, interbancaire (Londres) et souverains (États-Unis)



Source : Thomson Reuters

### Taux de change des principales devises

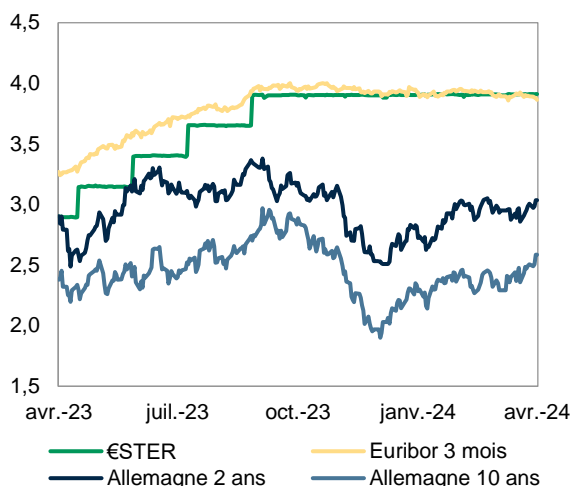
EUR/USD, EUR/GBP et USD/JPY



Source : Thomson Reuters

### Taux d'intérêt en euro

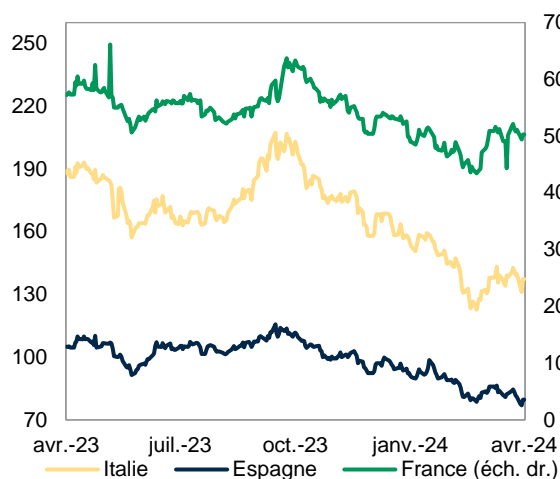
%, interbancaires (Londres) et souverains (Allemagne)



Source : Thomson Reuters

### Spreads souverains européens avec le Bund

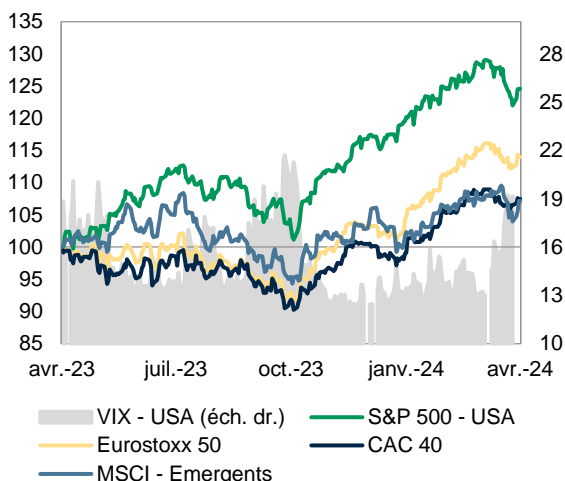
Pdb, dette en EUR à dix ans



Source : Thomson Reuters

### Marché actions

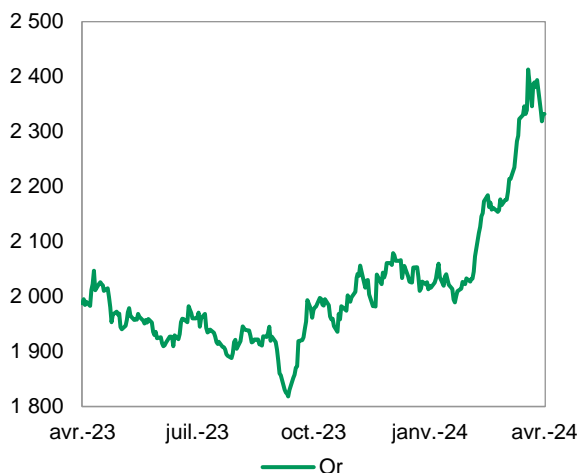
Indice boursiers (100 = début de période) et volatilité VIX



Source : Thomson Reuters

### Cours de l'once d'or

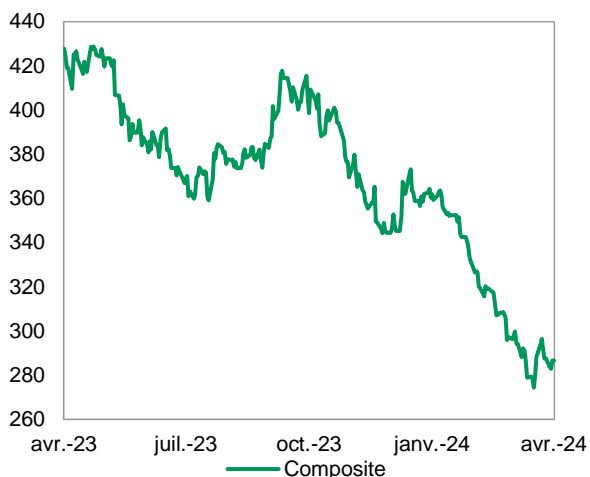
USD/Once troy (Londres)



Source : Thomson Reuters

### Spreads souverains émergents avec le T-Bond

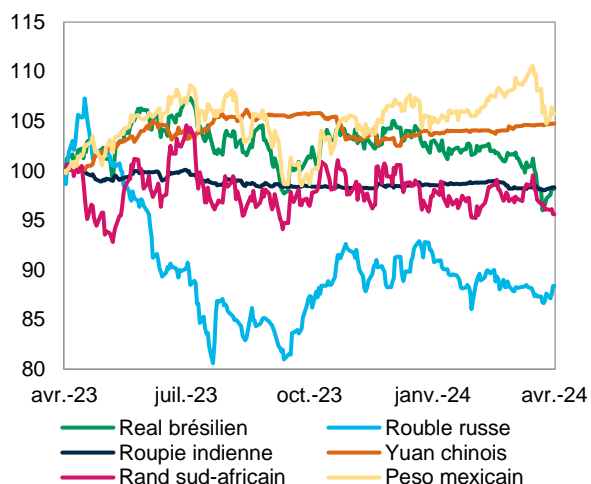
Indices EMBI+ (pdb, dette en USD de plus d'un an)



Source : JP Morgan

### Devises émergentes

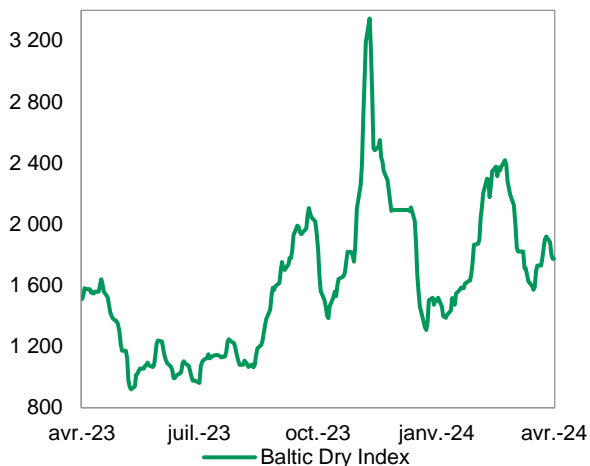
/USD (indice 100 = début de période)



Source : Thomson Reuters

### Coût du transport maritime de vrac sec

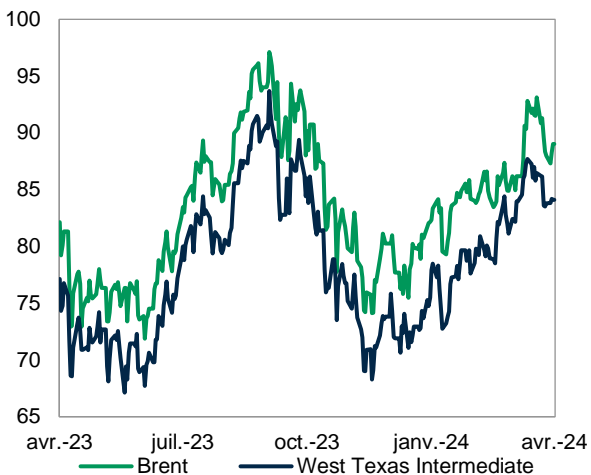
Baltic Dry Index (USD/point)



Source : Baltic Exchange

### Cours du baril de pétrole brut en USD

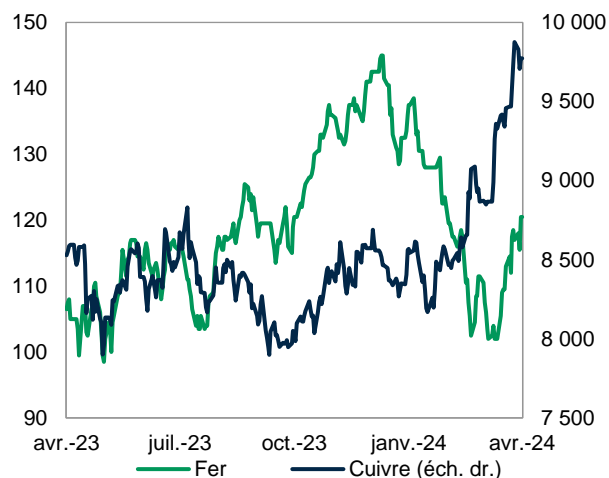
Brent (mer du Nord) et WTI (golfe du Mexique)



Source : Thomson Reuters

### Cours des métaux

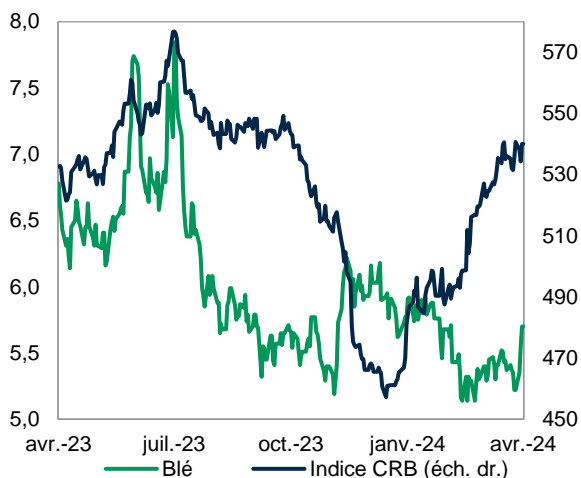
USD/tonne métrique



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 2024-2025 – Avril 2024

[Normalisation\(s\)](#)

Date	Titre	Thème
19/04/2024	<a href="#">Monde – L'actualité de la semaine</a>	Monde
18/04/2024	<a href="#">Afrique sub-saharienne – Une reprise économique fragile et des défis en suspens</a>	Afrique sub-saharienne
17/04/2024	<a href="#">Hong Kong – Un pas de plus vers la Chine</a>	Asie
17/04/2024	<a href="#">Fintech Outlook   Premier trimestre 2024 – À la croisée des chemins</a>	Fintech
16/04/2024	<a href="#">Italie – Scénario 2024-2025 : 2024, alea jacta est</a>	Italie
16/04/2024	<a href="#">Royaume-Uni – Scénario 2024-2025 : début d'un cycle de croissance molle</a>	Royaume-Uni
16/04/2024	<a href="#">Italie – Scénario 2024-2025 : 2024, alea jacta est</a>	Italie
16/04/2024	<a href="#">France – Une moindre hausse du taux d'intérêt moyen sur la dette des entreprises qu'en zone euro</a>	France
12/04/2024	<a href="#">Monde – L'actualité de la semaine</a>	Monde
11/04/2024	<a href="#">Espagne – Les prix de l'immobilier résistent en 2023</a>	Zone euro
11/04/2024	<a href="#">France – Scénario 2024-2025 : la reprise à l'horizon</a>	France
10/04/2024	<a href="#">Royaume-Uni – Le marché immobilier voit le bout du tunnel</a>	Royaume-Uni
10/04/2024	<a href="#">Espagne – Scénario 2024-2025 : résilience de l'activité</a>	Zone euro

### 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 :** Alberto ALEDO, Ticiano BRUNELLO, Marianne PICARD  
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)

**Asie :** Sophie WIEVIORKA

**Amérique latine :** Catherine LEBOUGRE (coordination scénario)

**Afrique du Nord, Moyen-Orient :** Olivier LE CABELLEC

**Afrique sub-saharienne :** Thomas MORAND

**Documentation :** Elisabeth SERREAU

**Statistiques :** DATALAB ECO

**Réalisation et Secrétariat de rédaction :** Fabienne PESTY

**Contact :** [publication.eco@credit-agricole-sa.fr](mailto:publication.eco@credit-agricole-sa.fr)

Consultez les Études Économiques et abonnez-vous gratuitement à nos publications sur :

Internet : <https://etudes-economiques.credit-agricole.com/>

Application Etudes ECO disponible sur l'[App store](#) & sur [Google Play](#)

*Cette publication reflète l'opinion de Crédit Agricole S.A. à la date de sa publication, sauf mention contraire (contributeurs extérieurs). Cette opinion est susceptible d'être modifiée à tout moment sans notification. Elle est réalisée à titre purement informatif. Ni l'information contenue, ni les analyses qui y sont exprimées ne constituent en aucune façon une offre de vente ou une sollicitation commerciale et ne sauraient engager la responsabilité du Crédit Agricole S.A. ou de l'une de ses filiales ou d'une Caisse Régionale. Crédit Agricole S.A. ne garantit ni l'exactitude, ni l'exhaustivité de ces opinions comme des sources d'informations à partir desquelles elles ont été obtenues, bien que ces sources d'informations soient réputées fiables. Ni Crédit Agricole S.A., ni une de ses filiales ou une Caisse Régionale, ne sauraient donc engager sa responsabilité au titre de la divulgation ou de l'utilisation des informations contenues dans cette publication.*