

Perspectives

Hebdomadaire – N°24/139 – 24 mai 2024

MONDE – L'actualité de la semaine

☞ <i>Un cocktail un peu amer pour les taux d'intérêt.....</i>	2
☞ <i>France : le moral des entreprises a-t-il le vent en poupe ?.....</i>	3
☞ <i>Allemagne : début d'année en positif</i>	4
☞ <i>Espagne : énergies renouvelables, aimant pour les investissements étrangers</i>	5
☞ <i>Royaume-Uni : l'inflation rate la cible en avril mais ce n'est que partie remise</i>	7
☞ <i>Irak : une économie en dents de scie.....</i>	9
☞ <i>Iran : après la mort du président Raïssi, la continuité du régime.....</i>	10
☞ <i>Tchad : Mamahat Déby, l'ex-chef de la junte élu président.....</i>	11
☞ <i>République démocratique du Congo : une nouvelle tentative de coup d'État</i>	11

Un cocktail un peu amer pour les taux d'intérêt

Le cocktail hebdomadaire se compose essentiellement du procès-verbal de la réunion de la Fed qui insiste sur les progrès restant à accomplir en matière de désinflation, d'indicateurs signalant le dynamisme toujours « déroutant » de l'économie américaine, de nouvelles plutôt favorables sur l'activité dans la zone euro où l'inflation publiée la semaine prochaine devrait s'inscrire en hausse légère : un cocktail qui s'est révélé propice à des tensions sur les taux d'intérêt.

Les « minutes » du comité de politique monétaire de la Fed des 30 avril et 1^{er} mai (au cours duquel les taux ont été maintenus mais le rythme mensuel de dégonflement du bilan ralenti à partir de juin) ont insisté, sans surprise, sur le manque de progrès en termes de convergence de l'inflation vers la cible de 2%. Les grandes lignes du scénario économique sont inchangées (avec notamment une croissance proche de son rythme potentiel), la poursuite de la désinflation à un rythme ralenti ne permet pas d'envisager le retour de l'inflation (totale et sous-jacente) à la cible avant 2026. Les risques entourant le scénario d'inflation (perturbations de l'offre ou dynamique inflationniste persistante et inattendue) sont orientés à la hausse. Les risques susceptibles de peser sur le scénario de croissance sont de deux natures : une inflation persistante pourrait se traduire par un resserrement des conditions financières et la détérioration de la situation financière des ménages (en particulier à faible revenu) pourrait freiner l'activité. Pour résumer (un peu brutalement) : le processus de désinflation pourrait prendre plus de temps que prévu et il serait inapproprié de baisser les taux directeurs tant que la confiance dans le fait que l'inflation se rapproche durablement de 2 % n'est pas acquise.

Une invitation à la patience et à la prudence monétaire que la publication de l'indice PMI composite américain est également venue conforter : à 54,4 en mai (après 51,3 en avril), il se situe à son plus haut niveau depuis avril 2022, excède les attentes et signale toujours une expansion forte, soutenue par un secteur des services toujours très dynamique.

Dans la zone euro, les indices PMI de mai signalent une poursuite du redressement de la croissance qu'expliquent la bonne tenue du secteur des services (stable à 53,3 donc en zone d'expansion) et l'amélioration enregistrée par le secteur manufacturier (néanmoins toujours en zone de contraction à 47,4). Dans le secteur manufacturier, le pire semble être passé : la production s'améliore tout comme les nouvelles commandes (dont les commandes à l'exportation), l'emploi (dont le recul s'atténue), les prix (qui continuent de se replier mais à un rythme moindre). La bonne surprise livrée par l'Allemagne est compensée par la déception sur la France et, globalement pour la zone euro, le diagnostic est inchangé : reprise douce en ligne avec notre scénario central qui prévoit un rythme trimestriel moyen de croissance du PIB proche de 0,3% et une croissance moyenne sur l'année 2024 de 0,7% entourée désormais d'un risque haussier.

Autre signe encourageant indiquant que l'Allemagne semble sortir de l'ornière : après s'être clairement inscrite en territoire négatif au quatrième trimestre 2023 (-0,5% sur un trimestre), la croissance du PIB allemand du premier trimestre a été confirmée (0,2% en rythme trimestriel soit toujours un repli sur un an de -0,2%).

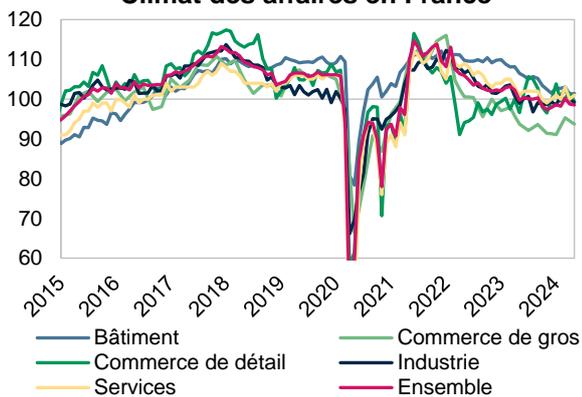
Enfin, alors que la croissance des salaires négociés s'est établie à 4,7% sur un an (bien au-delà des 3% jugés cohérents avec la cible d'inflation de 2% par la BCE), l'inflation de la zone euro de mai sera publiée la semaine prochaine : notre scénario table sur un « rebond » transitoire (un peu au-dessus de 2,50% sur un an, après 2,40% en avril) qui ne remet toutefois pas en cause le scénario annuel de lente désinflation.

Zone euro

France : le moral des entreprises a-t-il le vent en poupe ?

Les données tirées d'enquêtes indiquent un moral des entreprises et un dynamisme de l'activité globalement meilleurs au premier semestre 2024 qu'en fin d'année dernière. Les enquêtes de conjoncture de l'Insee, de la Banque de France et celles auprès des directeurs d'achat de S&P Global émettent toutefois des signaux un peu différents quant à leur évolution récente d'un mois sur l'autre, même s'ils sont tous compatibles avec une légère progression de l'activité au deuxième trimestre. Les résultats ci-après sont classés par pertinence des indicateurs, ceux de l'Insee et de la Banque de France s'avérant plus robustes dans un contexte de divergences sectorielles marquées comme c'est le cas actuellement notamment au sein de l'industrie, du fait d'un échantillon d'entreprises interrogées plus large¹. À plus long terme, les perspectives semblent par ailleurs s'éclaircir pour les chefs d'entreprises d'après le dernier baromètre de la Chambre de commerce et d'industrie (CCI). Plus structurellement, le contexte entrepreneurial semble relativement porteur ces dernières années.

Climat des affaires en France



Derniers points : mai 2024

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

L'Insee a publié ce vendredi 24 mai [le climat des affaires de mai](#), stable par rapport à avril à 99, soit juste en-dessous de sa moyenne de longue période (100). Ce résultat est cohérent avec une légère progression de l'activité au deuxième trimestre, le seuil empirique d'expansion de l'activité se situant autour de 80². Le climat des affaires s'améliore dans les services (+1 point par rapport à avril, à 101), mais il se dégrade dans le commerce de détail (-3 points à 99), ainsi que plus légèrement dans l'industrie (-1 point à 99) et le commerce de gros (-1 point par rapport à mars, l'indicateur étant bimensuel, à 94). Il est stable dans le bâtiment, juste au-dessus de sa

moyenne de long terme, à 101. Le climat de l'emploi est en outre stable à un niveau supérieur à sa moyenne historique (à 102).

La Banque de France a pour sa part publié les résultats de son [enquête mensuelle de conjoncture](#) le 14 mai. Bonne nouvelle, l'activité aurait augmenté en avril dans les services marchands, dans l'industrie et le dans le bâtiment, et ce davantage qu'anticipé le mois dernier par les chefs d'entreprises. Cela fait suite à un mois de mars où l'activité avait été peu dynamique par rapport à février. Le mois de mai s'annonce en revanche complexe à analyser, en raison des fermetures et congés liés au positionnement des jours fériés. Ainsi, si les chefs d'entreprises prévoient une baisse de l'activité dans l'industrie et le bâtiment et une faible hausse dans les services marchands, les effets de calendrier pourraient modifier quelque peu la donne. Les soldes d'opinion de l'enquête sont en effet corrigés du nombre de jours ouvrables, mais ne prennent pas en compte le positionnement des jours fériés, qui a un impact sur le nombre de jours effectivement travaillés. Sur la base des résultats de l'enquête pour avril et des anticipations pour mai, la Banque de France estime que le PIB progresserait légèrement au deuxième trimestre 2024, après une hausse de 0,2% au premier trimestre. Cette estimation est toutefois entourée d'une incertitude plus importante que d'habitude, d'une part du fait des effets calendaires en mai³, et d'autre part en raison du changement de base des comptes nationaux qui sera opéré à l'occasion de la publication des résultats détaillés du premier trimestre par l'Insee, vendredi 31 mai prochain.

[L'indice PMI flash](#) composite de l'activité globale en France, publié ce jeudi 23 mai, accuse un léger repli en mai, à 49,1 (après 50,5 en avril), soit légèrement en-deçà du seuil théorique d'expansion de l'activité fixé à 50, mais en réalité sensiblement au-dessus du seuil empirique⁴. Ce léger repli en mai est par ailleurs à mettre en regard de la forte progression enregistrée en avril (+2,2 points). En outre, les indices PMI de S&P Global, tout comme d'ailleurs les climats des affaires sectoriels de l'Insee, sont désaisonnalisés, mais non corrigés des jours ouvrés, avec des effets potentiels des jours fériés et de leur positionnement en mai (une correction pourrait ainsi consister à remonter ces indicateurs en mai). Dans le détail, l'indice PMI se replie nettement en mai dans les services, à 49,4 (après

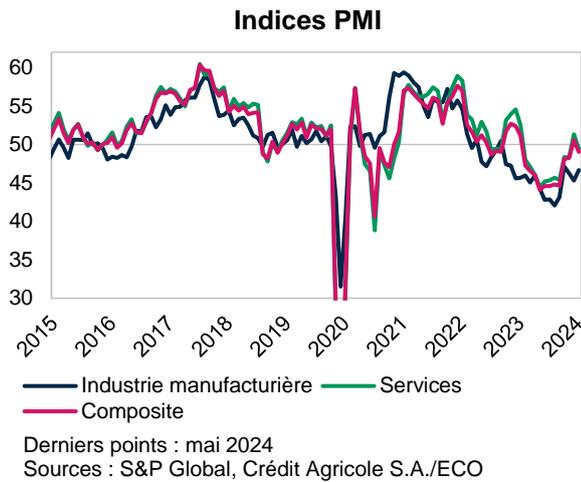
¹ L'Insee interroge 15 000 à 20 000 entreprises par mois, contre environ 8 500 pour la Banque de France, et moins de 1 000 pour S&P Global. Voir à ce sujet le récent article du blog de l'Insee : « [Les enquêtes de conjoncture se valent-elles toutes ?](#) ».

² Cf. le [Document de travail](#) de la Direction générale du Trésor d'octobre 2023 sur le sujet.

³ L'Insee apportera une correction du PIB trimestriel à la fois pour le nombre de jours ouvrés mais aussi leur positionnement, ce qui devrait conduire à un réhaussement par rapport à l'indicateur brut.

⁴ Ce seuil se situerait autour de 45 (Direction générale du Trésor).

51,3 en avril), tandis qu'il se redresse dans l'industrie manufacturière, à 46,7 (après 45,3).



Les résultats de la [Grande consultation des entrepreneurs](#) publiés par la CCI viennent compléter ce panorama d'indicateurs traditionnels de conjoncture, avec une vision de plus long terme (au-delà du trimestre⁵). Ceux-ci pointent vers un regain d'optimisme de la part des chefs d'entreprises en mai (+8 points par rapport à avril), l'indicateur se trouvant à 91, son plus haut niveau depuis août

2023. En particulier, l'opinion des chefs d'entreprises sur les perspectives des 12 prochains mois est de nouveau en hausse en mai, que ce soit pour leur entreprise, ou plus globalement pour l'ensemble de l'économie. La confiance dans les perspectives pour l'économie française et pour l'économie mondiale se trouve ainsi au plus haut depuis août 2023.

Enfin, plus structurellement, rappelons que l'environnement entrepreneurial en France est relativement porteur. La France est ainsi remontée à la 12^e place des pays les plus riches en termes de contexte national entrepreneurial l'année dernière d'après l'enquête [Global Entrepreneurship Monitor 2023/2024](#), se classant en première position parmi les pays du G7⁶. Malgré des normes culturelles et sociales relativement peu propices à l'entrepreneuriat en Europe (par rapport notamment aux pays anglo-saxons), la France se distingue positivement pour la promotion et le support de l'entrepreneuriat par le gouvernement, l'accès aux financements et, dans une moindre mesure, la promotion de l'entrepreneuriat dans les études supérieures. L'intention d'entreprendre est en outre plus forte en France que chez ses voisins européens et l'activité entrepreneuriale émergente a fortement progressé depuis 2012.

☑ Notre opinion – Les entreprises semblent être sorties de leur morosité, ce qui pourrait limiter le manque de dynamisme de l'investissement cette année. Notre scénario tablait en effet sur une légère contraction de l'investissement des entreprises cette année, en lien avec les effets retardés du resserrement passé des conditions financières. L'investissement des entreprises a finalement déjà légèrement rebondi au premier trimestre d'après la première estimation des comptes nationaux de l'Insee, contrairement à nos anticipations. Notre prévision d'investissement pourrait donc être réhaussée à l'occasion de la publication de notre prochain scénario en juin. Il convient toutefois de rester prudent sur cette possibilité, car les chiffres du premier trimestre pourraient notamment être révisés à l'occasion de la publication des résultats détaillés des comptes nationaux trimestriels le 31 mai prochain, et ce d'autant plus en raison du passage à la nouvelle base.

 **Allemagne : début d'année en positif**

L'économie a crû de 0,2% au premier trimestre de 2024, selon l'Institut de statistiques allemand, après une contraction de -0,5% au quatrième trimestre de 2023. L'activité économique a été stimulée par la construction (en hausse de 2,7% après une baisse de -1,9%) et les exportations (+1,1% après -0,9%). En revanche, le PIB a été freiné par l'investissement productif (-0,2% après -4,0%), la consommation des ménages (-0,4% après +0,4%), et la consommation publique (-0,4% après +0,6%). Dans l'ensemble, la formation brute de capital fixe a augmenté de 1,2% (après -2,1%). La balance commerciale a enregistré un excédent de 5,6% du PIB (après 5,0%), tandis que les importations ont augmenté de 0,6% (après 1,6%).

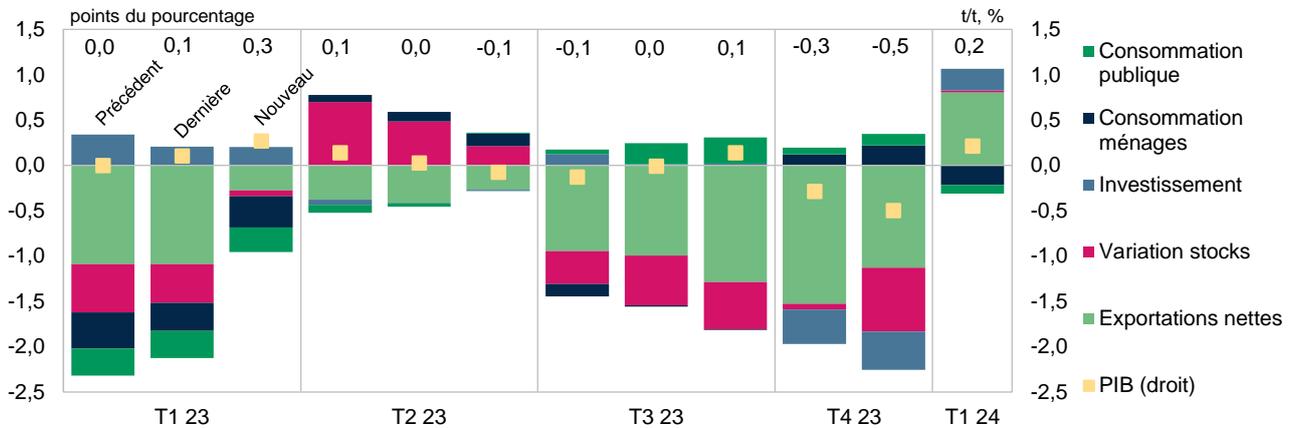
Les chiffres du PIB reflètent en partie l'expansion de la production industrielle de 0,3% au premier trimestre (après -1,3%), particulièrement des branches intensives en énergie (+4,8% après -2,0%), du secteur de la construction (+3,9% après -3,8%), et plus généralement de l'industrie manufacturière (+0,8% après -2,2%), que nous analysons plus en détail dans notre [hebdomadaire du 17 mai](#). Selon nos prévisions, la reprise de la consommation des ménages de +0,9% aurait lieu au second semestre, malgré des gains de pouvoir d'achat déjà présents et résultant de la modération de l'inflation (2,7% au premier trimestre après 3,0%), et de la hausse des salaires (+5,3% après -0,6%). Par ailleurs, la contraction de la consommation publique résulte en partie des mesures de consolidation d'un montant

⁵ L'indicateur prend en compte, en plus du jugement des entreprises sur la situation actuelle, leur appréciation sur l'évolution de l'économie dans les 12 prochains mois.

⁶ Au sein des pays du G7 (États-Unis, Canada, Japon, Royaume-Uni, Allemagne, France, Italie), seul le Japon n'a pas participé à ce volet de l'enquête en 2023.

de 17 milliards d'euros (0,4% du PIB), discutées dans notre [hebdomadaire du 3 mai](#).

Contribution au PIB et révisions des comptes nationaux



Sources : Destatis, Crédit Agricole SA / ECO

☑ Notre opinion – Dans nos prévisions, l'activité économique enregistrerait une faible croissance de 0,1% en 2024, sur la base d'une hausse de la consommation des ménages (1,0%), d'une consommation publique plus élevée (0,9%), et d'exportations plus importantes (1,7%), en raison d'une amélioration modérée dans les conditions économiques des principaux partenaires commerciaux. Cependant, des importations plus importantes (+2,3%) maintiendraient le solde de la balance commerciale à 4,3% du PIB. L'investissement diminuerait de -1,1%, porté par une contraction des investissements productifs et des investissements dans la construction de -1,5%. Les ménages bénéficieraient de gains de pouvoir d'achat, dus à la combinaison d'une forte croissance des salaires nominaux (prévue par les négociations collectives) et d'une baisse de l'inflation. La modération de la croissance des prix à la consommation à 2,6% serait soutenue par l'atténuation des pressions sur les prix de l'énergie et la faiblesse de la demande. Une activité économique plus faible entraînerait une hausse du taux de chômage à 3,2% au premier semestre 2024 avant de retomber à 3,1% au deuxième semestre, une nouvelle augmentation depuis le point bas de 2,9% enregistré au premier trimestre de 2023.

👉 Espagne : énergies renouvelables, aimant pour les investissements étrangers

Amazon Web Services (AWS), la filiale technologique du géant américain, a annoncé cette semaine un investissement de 15,7 Mds€ dans la Communauté aragonaise jusqu'en 2033. Il s'agit de l'investissement technologique le plus important dans le sud de l'Europe et probablement le plus important jamais annoncé en Espagne. Le projet consiste à étendre les trois infrastructures que l'entreprise possède en Aragon (à El Burgo de Ebro, Villanueva de Gállego près de Saragosse et Pihus, à Huesca) pour construire le plus grand réseau de centres de données du sud de l'Europe. Ces serveurs sont essentiels pour le stockage de données dans le cloud. Au total, les installations numériques occuperont plus de 350 hectares dans

la région. AWS avait choisi l'Aragon comme l'une de ses régions stratégiques il y a près de cinq ans lorsqu'elle décidait de construire les centres de données. Cette nouvelle opération représente une multiplication par six de son investissement initial.

Les trois centres de données opérationnels depuis un an et demi, situés à Huesca et dans la périphérie de Saragosse, ont créé 1 300 emplois il y a deux ans et investi 2,5 milliards d'euros sur dix ans. L'expansion de tous ces centres entraînerait une augmentation de 30% du PIB de la région autonome au cours des prochaines années et la création de 6 800 emplois, selon les estimations de l'entreprise.

☑ Notre opinion – Pour avoir une idée de l'ampleur du plan d'Amazon, le projet de Volkswagen visant à électrifier ses usines automobiles dans la péninsule, considéré jusqu'à présent comme le plus grand investissement d'une entreprise étrangère en Espagne, dispose d'un budget de 10 milliards d'euros. Deux éléments ont été déterminants pour que l'Aragon obtienne cet investissement : l'énergie et une administration qui raccourcit les procédures. En effet, le Conseil de gouvernement de l'exécutif aragonais a approuvé la déclaration d'intérêt régional de cette expansion, ce qui permettra d'accélérer et de réduire jusqu'à 50% les délais d'obtention des permis.

Sur le plan énergétique, en 2023, la communauté a enregistré une augmentation de 18,9% de la production renouvelable par rapport à l'année précédente (dont +35,1% pour le solaire photovoltaïque et +17,7% pour la production d'énergie éolienne). Cela implique que la production d'énergie renouvelable représente désormais 81,8% du total. Avec ces chiffres, l'Aragon est la deuxième région autonome en termes de production. La vision de l'Aragon en tant que pôle technologique est à l'origine de tous ces plans et investissements. Comme l'a été en son temps l'industrie automobile avec l'arrivée de la multinationale Opel (aujourd'hui Stellantis) ou la logistique avec Inditex, le gouvernement autonome aspire à que la technologie soit le nouveau moteur d'une région qui aspire à devenir un acteur de premier plan dans le sud de l'Europe.

Royaume-Uni

Royaume-Uni : l'inflation rate la cible en avril mais ce n'est que partie remise

L'inflation a baissé moins que prévu en avril. L'indice des prix à la consommation CPI a augmenté de 0,3% en avril (consensus : +0,1%) ce qui a porté la variation sur un an de l'indice à 2,3% contre 2,1% anticipé et après 3,2% au mois de mars. Le recul du taux d'inflation est dû principalement à la baisse des prix du gaz et de l'électricité conformément à la révision des plafonds des prix administrés par le régulateur Ofgem (-12%). Ainsi, c'est la composante services aux logements qui contribue le plus à la baisse du taux d'inflation (-0,45 point de pourcentage). D'autres contributions négatives de moindre ampleur proviennent des produits alimentaires, du tabac, des voitures d'occasion, des loisirs et de la culture. Des contributions positives ont été apportées par les carburants, les restaurants et les hôtels et par les autres biens et services.

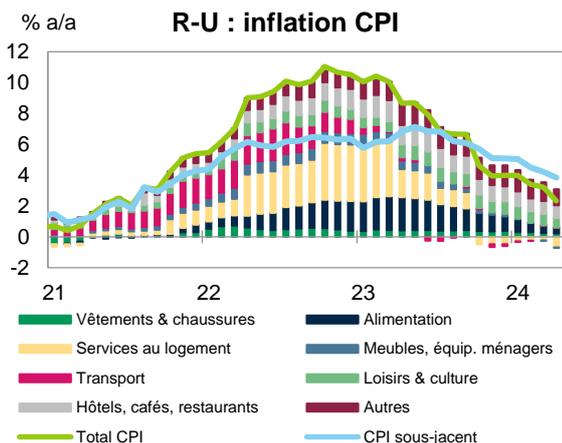
Les surprises à la hausse sont venues des composantes sous-jacentes de l'indice, notamment des services. L'inflation CPI sous-jacente (indice CPI hors énergie, produits alimentaires, alcool et tabac) est passée de 4,2% sur douze mois fin mars à 3,9% fin avril (consensus : 3,6%). La variation mensuelle de l'indice est de 0,9%, soit 0,5 point de pourcentage (pp) au-dessus de la moyenne historique pour ce mois. Dans les services, la surprise est significative : l'inflation ne recule qu'à la marge, passant de 6% à 5,9% (consensus : 5,4%). Les prix ont augmenté de 1,5% en variation mensuelle, soit 0,7 pp au-dessus de la moyenne historique du mois d'avril.

Quelques facteurs techniques ont joué, à savoir l'indexation de certains services dans la communication comme la téléphonie et l'internet, mais l'inflation demeure particulièrement élevée au niveau des composantes davantage liées à la demande sous-jacente telles que la restauration et l'hôtellerie notamment. Celles-ci progressent de 0,9% sur le mois, poussant leur taux d'inflation annuel à 6%, contre 5,9% en mars. La hausse du *National Living Wage (NLW)*, qui a été relevé de près de 10% par le gouvernement en avril⁷, a eu certainement un impact, les entreprises répercutant une partie de la hausse de leurs coûts salariaux sur les prix de vente.

Ces surprises côté inflation contrastent avec des nouvelles « *dovish* » apportées par les indicateurs conjoncturels publiés cette semaine comme les ventes au détail pour le mois d'avril et les indices préliminaires de l'enquête auprès des directeurs d'achat PMI pour le mois de mai. Dans l'ensemble, ils suggèrent une demande en ralentissement et de moindres pressions inflationnistes.

Les ventes au détail en volume ont baissé de 2,3% en variation mensuelle en avril après deux mois de quasi-stabilité. Les baisses ont été généralisées à toutes les catégories, la plus forte chute étant observée dans les magasins non alimentaires (-4,1%). Les ventes au détail en volume reculent de 2,7% sur un an et se situent 3,8% en dessous de leur niveau d'avant-Covid.

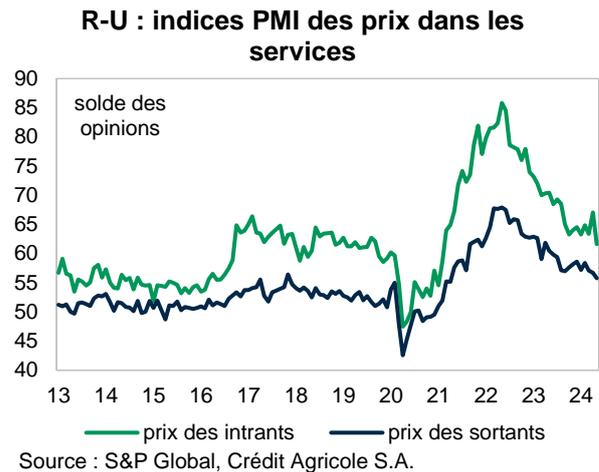
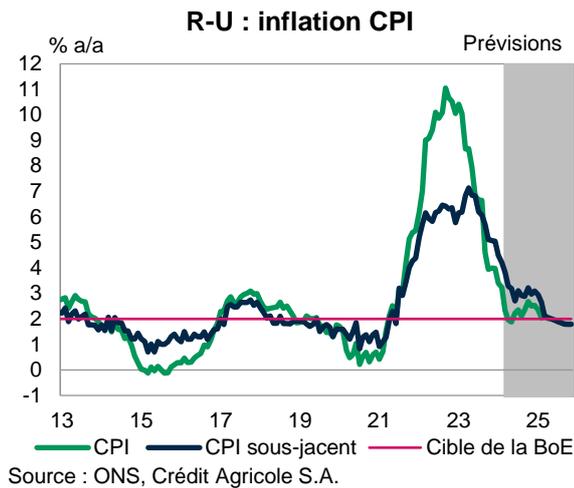
Les PMI de mai ont été plus faibles que prévu : 52,8 pour le PMI composite (contre 54,1 en avril), 52,9 pour le PMI services (contre 55 en avril) et 51,3 pour le PMI manufacturier (contre 49,1 en avril). Ils suggèrent une croissance du PIB de 0,3% au deuxième trimestre (après 0,6% au premier trimestre), avec une reprise dans le secteur manufacturier compensée par un ralentissement dans les services. Le ralentissement de l'activité s'accompagne d'une forte modération du rythme de hausse des prix : l'indice des prix des *outputs* (PMI composite) baisse à un plus bas niveau depuis plus de trois ans. Selon S&P Global, cela reflète une modération des pressions sur les coûts salariaux après la forte hausse du NLW en avril. Cela concerne surtout le secteur des services : l'indice des prix des intrants y retrouve un plus bas depuis février 2021. Après une accélération temporaire des salaires en avril, ils déceléeraient donc fortement en mai.



Source : ONS, Crédit Agricole S.A.

⁷ Le gouvernement avait annoncé une hausse du *National Living Wage* ou NLW (s'appliquant aux personnes âgées de plus de 21 ans) passant de 10,42 £ par heure au cours de l'année fiscale 2023/24 à 11,44 £ en 2024/25, soit une hausse de 9,8%. Les hausses de salaires sont encore plus élevées pour les travailleurs les plus jeunes et les apprentis. La décision est venue après une série de hausses des salaires entre 2021 et 2023 qui ont porté le NLW de 8,91 £ à 10,42 £ entre 2021 et 2023. Le gouvernement a pour objectif que le NLW atteigne deux-tiers de la paie médiane

au cours de cette année. Selon la [Low Pay Commission](#), environ 4,9% des employés reçoivent aujourd'hui un salaire inférieur ou égal au NLW contre 6,6% en 2019. Cette baisse du taux de couverture s'explique, d'une part, par des comportements de maintien des différentiels de paie par rapport aux catégories supérieures et, d'autre part, par des pénuries de main-d'œuvre dans certains secteurs à faible rémunération où les employeurs ont été obligés d'augmenter les salaires pour attirer la main-d'œuvre.



☑ Notre opinion – La hausse du NLW en avril a sans doute joué un rôle dans cette baisse moins forte que prévu de l’inflation, bien que son impact demeure incertain et la question qui se pose est de savoir dans quelle mesure il pourrait continuer d’impacter les perspectives d’inflation. Deux types d’effets sont probables : les effets de second tour (impact sur les différentiels salariaux intra-sectoriels) et les effets sur le marché du travail (baisse probable de la demande de main-d’œuvre notamment). De manière rassurante pour la BoE, les enquêtes auprès des entreprises suggèrent un impact temporaire du NLW sur la croissance des salaires et une transmission aux prix plutôt contenue du fait de la faiblesse de la demande, ce que les PMI de mai tendent à confirmer. En outre, les indicateurs conjoncturels suggèrent un ralentissement de la demande ce qui devrait limiter le « pass-through » des coûts salariaux vers les prix au détriment des marges des entreprises.

Par conséquent, notre scénario d’un taux d’inflation à la cible à très court terme demeure pertinent, bien que les surprises à la hausse au cours des deux derniers mois tirent mécaniquement vers le haut nos prévisions. Celles-ci situent désormais le taux d’inflation CPI à 2% en mai et à 1,9% en juin contre 1,6% et 1,5% respectivement précédemment, soit une révision à la hausse de 0,4 pp. En moyenne trimestrielle, l’inflation CPI atteindrait 2,1% au T2 avant d’augmenter au cours de la seconde moitié de l’année pour finir l’année à 2,5% au T4. C’est assez proche des prévisions de la BoE publiées dans son dernier rapport de politique monétaire au mois de mai, à savoir 2% en moyenne pour le T2 et 2,6% au T4. En 2025, l’inflation baisserait à nouveau pour finir l’année légèrement sous la cible. Ces perspectives favorables d’inflation sont confortées par les signes d’assouplissement du marché du travail.

Venant une semaine après la publication des chiffres du marché du travail qui ont fait état d’une croissance des salaires légèrement plus forte que prévu au mois de mars, ces chiffres d’inflation totale, sous-jacente et des services augmentent l’incertitude entourant le calendrier et le degré d’assouplissement monétaire à venir. Ils suggèrent des pressions inflationnistes domestiques loin de la zone de confort de la BoE malgré la baisse de l’inflation totale à un rythme à présent très proche de la cible. Une baisse de taux en juin semble désormais peu probable. Les marchés tablent désormais sur une seule baisse de taux cette année, suivie par trois baisses en 2025. Selon nous, la première baisse de taux reste attendue au cours de l’été, en ligne avec les déclarations récentes de Ben Broadbent, vice-gouverneur de la BoE et membre avec des vues plutôt centristes du MPC.

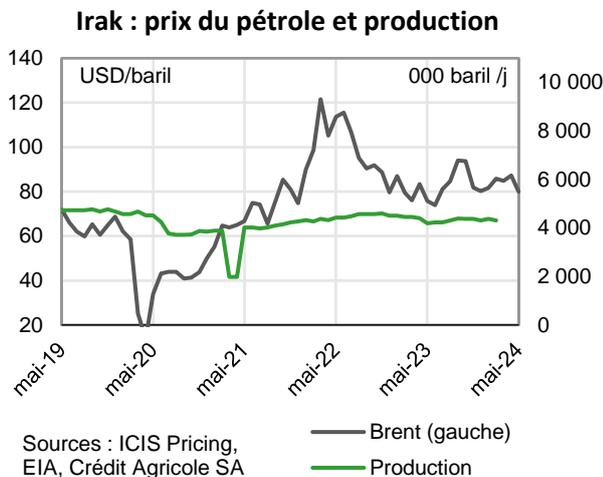
Pays émergents

Moyen-Orient et Afrique du Nord

Irak : une économie en dents de scie

Le pays fait peu parler de lui sauf quand il est acteur ou témoin des divers enjeux géopolitiques dans le golfe Persique ou lorsque des problématiques sécuritaires le propulsent souvent au premier rang de l'actualité. Toutefois, son évolution économique depuis quelques années mérite attention.

Tout d'abord, grâce à la production pétrolière qui est la manne financière quasi exclusive du pays. Effectivement, la stabilisation politique et la fin de la guerre civile a permis un environnement plus favorable pour sécuriser les activités de production. Depuis cinq ans, celle-ci est assez stable autour de 4,4 millions de barils/ jour, une bonne performance qui positionne le pays en deuxième place des producteurs du Moyen-Orient derrière l'Arabie. L'Irak est le troisième exportateur mondial de pétrole brut après l'Arabie et la Russie. Après l'effondrement des prix lors de la crise sanitaire de Covid-19, les prix du pétrole évoluent, depuis 2021, dans une fourchette relativement haute entre 60 et 120 USD le baril. Bagdad a donc bénéficié pleinement du redressement de la conjoncture pétrolière, et surtout au cours de l'année 2022.



Toutefois, la baisse de la production en 2023 en raison des plafonds décidés par les accords OPEP+ et un prix en baisse (85 USD/bbl contre 100 en 2022) ont entraîné le pays en récession l'année passée : la contraction du PIB devrait s'établir à 0,7% environ. Pour 2024, un redressement de la croissance à 2% est probable malgré le plafonnement de la production à 4,3 mbbbl/j au premier semestre, en raison de la hausse du PIB non pétrolier.

Le pays est totalement rentier et la manne pétrolière représente 60% du PIB et 90% des recettes budgétaires. Toute modification de prix ou de volumes produits a des impacts immédiats sur la croissance du PIB. La diversification de l'économie est donc inexistante.

Les budgets sont très expansionnistes car la fonction publique est totalement hypertrophiée : les salaires des fonctionnaires consomment 25% du PIB et ils représentent 38% de l'emploi total. Les déficits sont aussi en grande partie issus des nombreuses sources de corruption locales. En 2023, le déficit s'est établi à 1,3% du PIB mais la dette publique est restée contenue à 44% du PIB. En 2024, un budget assez expansionniste pourrait aboutir à un déficit supérieur à 5% du PIB à ce stade.

L'inflation est relativement maîtrisée grâce au peg du dinar au dollar. Après 4,5% en 2023, elle devrait baisser à moins de 4% en 2024.

Du côté de la balance des paiements, les très forts excédents courants accumulés depuis 2021 ont fortement dopé les réserves en devises qui se sont établies à 103 Mds USD fin 2023, représentant presque deux années d'importations, un montant très correct pour un pays pétrolier.

La politique monétaire de la Banque centrale est de maintenir un peg du dinar au dollar compte tenu de l'activité économique de pays pétrolier mais elle est pragmatique en fonction des circonstances. Ainsi, en 2021, la Banque centrale a dévalué le dinar de 22% par rapport au dollar pour rééquilibrer le solde courant déficitaire. Par la suite, elle l'a réévalué en 2023 pour lutter contre l'inflation importée. Actuellement la parité de change, fixe à 1 310 par USD, ne semble pas menacée compte tenu des excédents courants (11% du PIB en 2023).

À la suite des nombreuses guerres, les besoins de reconstruction restent toujours élevés mais la subsistance de milices armées est un frein à la création de plans nationaux. L'environnement des affaires est par ailleurs complexe et ceci dissuade parfois un certain nombre d'investisseurs étrangers de répondre à des appels d'offres pour obtenir des licences de production pétrolière ou gazière comme constaté récemment. Ce mois-ci, sur 29 licences d'exploitation proposées, 13 ont été attribuées à des sociétés chinoises, les majors occidentales n'ayant pas remis d'offre.

Notre opinion – *Le poids des conflits passés, des perturbations géopolitiques et financières et la très forte progression démographique font de l'Irak l'un des très rares pays au monde qui a vu sa richesse par habitant stagner depuis 25 ans. Avec seulement 10 800 USD en parité de pouvoir d'achat, elle a même régressé de 30% au cours des dix dernières années. Elle est à peine plus élevée que celle du Maroc et se*

situé à un niveau très bas pour un pays producteur de pétrole. La population de l'Irak a été multipliée par six depuis 1962, progressant de 7,5 à 45 millions d'habitants.

Iran : après la mort du président Raïssi, la continuité du régime

Après la mort du président Raïssi et du ministre des Affaires étrangères dans un accident d'hélicoptère, la continuité de l'État est assurée par le vice-président, qui assume l'intérim ainsi que l'organisation des élections présidentielles en juin prochain comme le prévoit la constitution.

Comme lors du précédent scrutin, les candidats qui seront autorisés à se présenter seront très probablement tous conservateurs voir ultra-conservateurs, dans la ligne politique du guide Khamenei, âgé de 85 ans, et à la tête de l'État depuis 1989. Une inconnue sera le taux de participation aux élections, baromètre du degré de confiance des Iraniens envers leurs dirigeants. Celui-ci avait atteint le chiffre très bas de 49% en 2021 lors de l'élection sans surprise du président Raïssi. Selon les candidats choisis, il devrait être faible également cette année. Effectivement, le régime fait toujours face à une forte défiance de sa jeunesse sur les questions sociétales

après la mort de plusieurs jeunes femmes pour « mauvais port du voile islamique » mais aussi en raison d'une situation économie médiocre marquée par l'inflation (40%), l'effondrement de la valeur du rial et des problèmes environnementaux irrésolus. Et ce malgré des performances macro-économiques plutôt favorables.

La deuxième inconnue de politique intérieure est le choix d'un successeur à Khamenei. Raïssi, alors pressenti, s'était préparé à cette éventualité.

Par ailleurs, le contexte politique est également très tendu en externe. Il est marqué par le conflit Hamas-Israël dans lequel le régime de Téhéran est partie prenante à travers ses milices et relais politico-militaires régionaux. La politique étrangère devrait, là aussi restée sur une stratégie inchangée tant la concentration des pouvoirs est forte autour de Khamenei et du corps militaire des gardiens de la révolution.

✓ Notre opinion – *Si la continuité de l'État est assurée, celle du régime des ayatollahs devrait l'être également, car la survivance de l'organisation actuelle, malgré les contestations populaires internes, est la priorité numéro un du régime.*

Afrique sub-saharienne

Tchad : Mamahat Déby, l'ex-chef de la junte élu président

Cette semaine, le général Mahamat Idriss Déby Itno, chef d'une junte militaire depuis trois ans au Tchad et candidat du parti « Mouvement patriotique du salut », a prêté serment en tant que président élu.

Son élection, avec 61% des suffrages, met fin à une période de transition au cours de laquelle il avait été proclamé, le 20 avril 2021, à la tête de l'État suite à la mort de son père Idriss Déby Itno.

Pour autant, cette élection est contestée par de nombreuses organisations internationales, à l'image de la Fédération internationale des droits humains (FIDH), qui a fustigé une élection « ni crédible, ni libre, ni démocratique », « dans un contexte délétère marqué par (...) la multiplication

des violations des droits humains », en faisant référence à la mise à l'écart des principaux rivaux politiques de Mahamat Idriss Déby à la veille du scrutin.

Malgré ces contestations et un recours en annulation devant le Conseil constitutionnel par le Premier ministre Succès Masra, Mahamat Idriss Déby a bel et bien pris ses engagements, jeudi, en qualité de président de la République du Tchad en annonçant les axes prioritaires de son mandat, à savoir l'assainissement des finances publiques, l'amélioration de l'accès aux services publics et la lutte contre la corruption.

✓ Notre opinion – Depuis son indépendance en 1960, le Tchad a été marqué par une multitude de coups d'État, de régimes autoritaires et d'assauts réguliers.

Dans cette perspective, ces élections marquent une étape cruciale dans la période de transition que traverse le pays depuis la mort du président Idriss Déby : un pays qui est devenu, récemment, l'un des bastions essentiels de la lutte anti-jihadiste au Sahel, faisant l'objet de nombreuses luttes d'influence, notamment entre la Russie et la France, à la suite de l'expulsion des soldats français du Mali, du Burkina Faso et du Niger.

République démocratique du Congo : une nouvelle tentative de coup d'État

L'armée de la République démocratique du Congo (RDC) a annoncé, dimanche, avoir déjoué à Kinshasa une « tentative de coup d'État » ayant impliqué plusieurs hommes armés qui ont attaqué le palais de la Nation et plusieurs domiciles de membres du gouvernement : une initiative conduite par l'opposant Christian Malanga, critique de longue date du président Félix Tshisekedi.

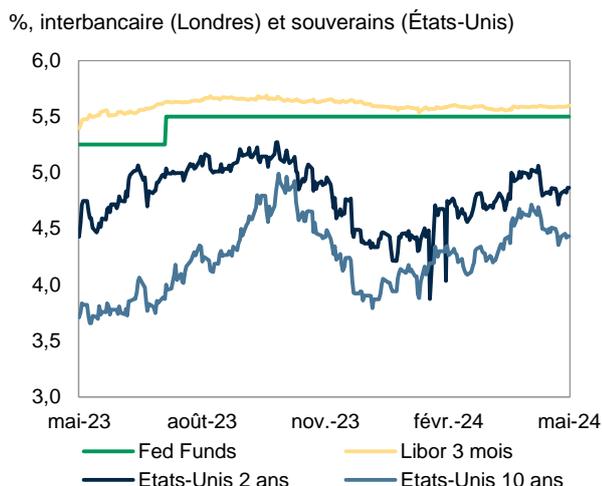
Il s'agit là d'une nouvelle tentative de coup d'État déjouée, après celles survenues en décembre dernier en Sierra Leone et en Guinée-Bissau, à laquelle la Communauté de développement de l'Afrique australe (SADC) et le président de la

Commission de l'Union africaine Moussa Faki Mahamat ont réagi en condamnant fermement « tout recours à la force pour changer l'ordre constitutionnel dans tout État africain quel qu'il soit ».

Cet événement, intervenant à la veille de l'élection de Vital Kamerhe à la tête du Parlement, s'inscrit plus généralement dans un contexte politique et sécuritaire délicat où les tiraillements politiques retardent la mise en place du gouvernement d'une part, et où les conflits dans les provinces du Sud-Kivu et du Nord-Kivu ne cessent de s'intensifier d'autre part.

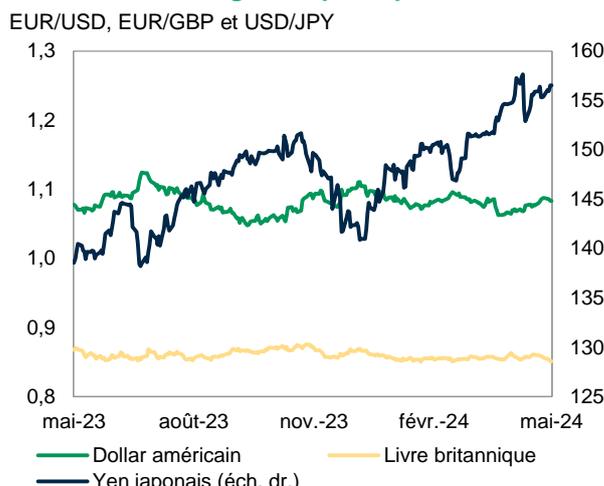
Tendances à suivre

Taux d'intérêt en dollar américain



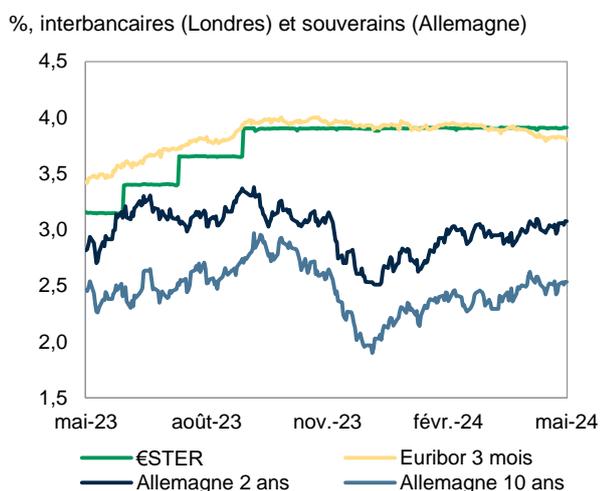
Source : Thomson Reuters

Taux de change des principales devises



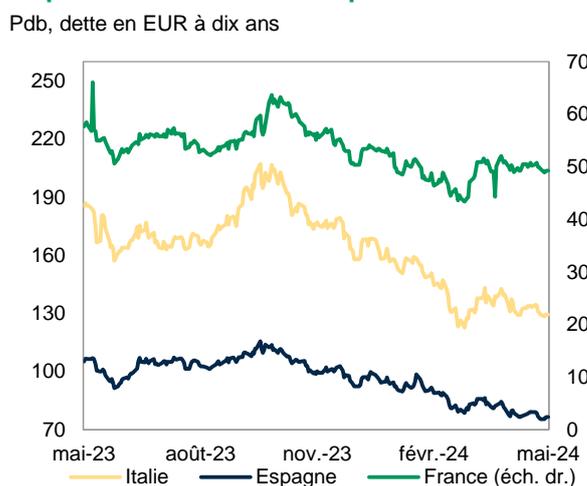
Source : Thomson Reuters

Taux d'intérêt en euro



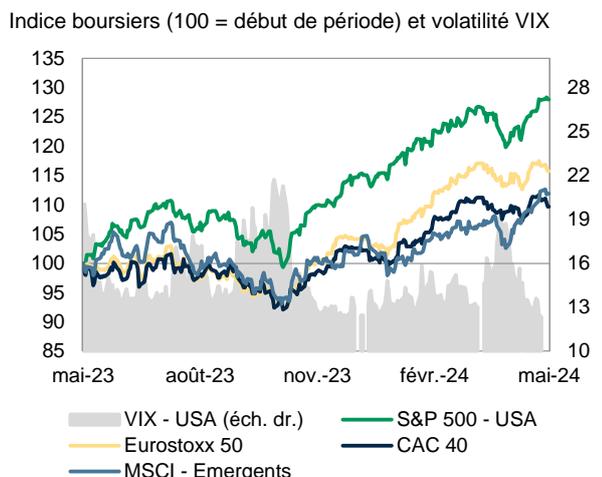
Source : Thomson Reuters

Spreads souverains européens avec le Bund



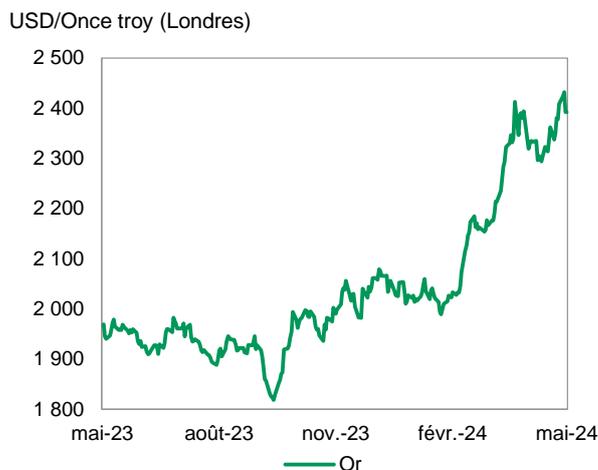
Source : Thomson Reuters

Marché actions



Source : Thomson Reuters

Cours de l'once d'or



Source : Thomson Reuters

Spreads souverains émergents avec le T-Bond

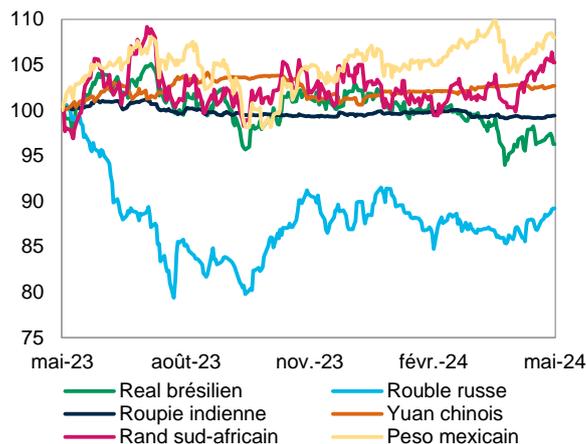
Indices EMBI+ (pdb, dette en USD de plus d'un an)



Source : JP Morgan

Devises émergentes

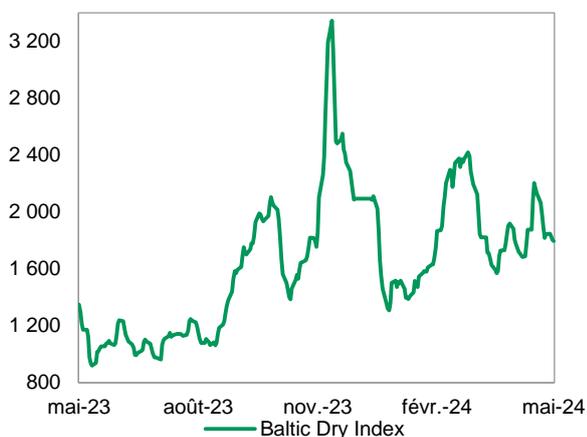
/USD (indice 100 = début de période)



Source : Thomson Reuters

Coût du transport maritime de vrac sec

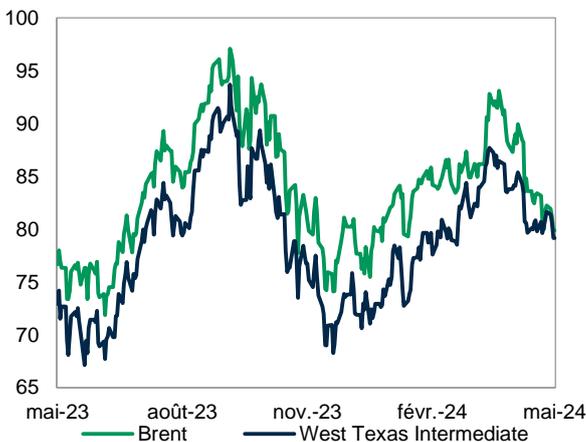
Baltic Dry Index (USD/point)



Source : Baltic Exchange

Cours du baril de pétrole brut en USD

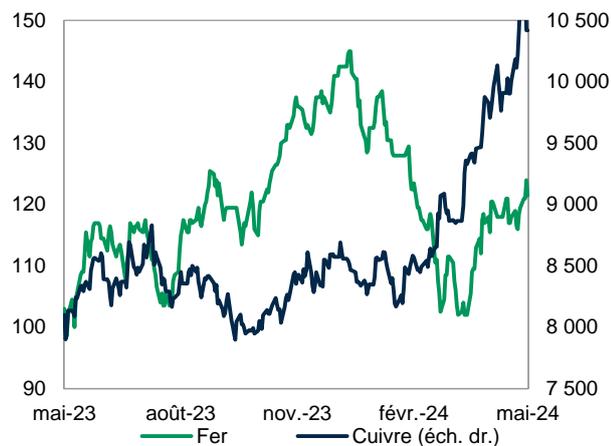
Brent (mer du Nord) et WTI (golfe du Mexique)



Source : Thomson Reuters

Cours des métaux

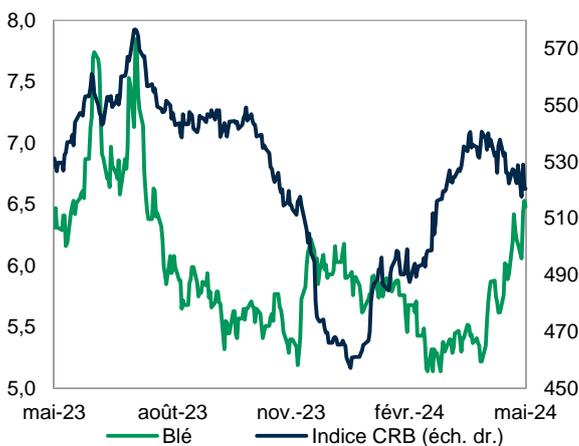
USD/tonne métrique



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
23/05/2024	Royaume-Uni – L'assouplissement du marché du travail se poursuit, et c'est une bonne nouvelle pour la BoE	Royaume-Uni
23/05/2024	La polarisation, la fièvre de la société américaine	États-Unis
22/05/2024	Allemagne – L'industrie en positif au premier trimestre	Allemagne
21/05/2024	France – Un marché du travail étonnamment robuste, enfin une hausse des salaires en termes réels	France
16/05/2024	Monde – L'actualité de la semaine	Monde
16/05/2024	Mais que vient faire l'Azerbaïdjan dans le Pacifique Sud ?	PECO, Asie centrale
14/05/2024	Allemagne – Le gouvernement fédéral face aux défis de l'économie	Allemagne
13/05/2024	Le dollar est toujours le problème des pays d'Asie	Asie
07/05/2024	Zone euro – Les premières estimations de la croissance du PIB au T1 2024 confirment notre scénario de reprise par la consommation	Zone euro
07/05/2024	France – L'inflation cumulée depuis début 2020 reste inférieure de 3,5 points à celle de la zone euro	France

Études Économiques Groupe – Crédit Agricole S.A.

12, place des États-Unis – 92127 Montrouge Cedex

Directeur de la publication : Isabelle JOB-BAZILLE

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

Zone euro : 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), Nathan QUENTRIC

Asie : Sophie WIEVIORKA

Amérique latine : Catherine LÉBOUGRE (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 : Véronique CHAMPION

Contact : publication.eco@credit-agricole-sa.fr

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

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

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

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