

# Perspectives

Hebdomadaire – N°22/187 – 10 juin 2022

## MONDE – L'actualité de la semaine

« Ce n'est pas juste une étape, c'est un parcours » .....	2
« BCE : normaliser en des temps anormaux et gérer une inflation ingérable, une tâche ardue .....	3
Allemagne : l'industrie toujours aux prises avec l'approvisionnement et l'inflation .....	4
Italie : révision surprise du PIB, mais de courte durée .....	4
Espagne : la tension avec l'Algérie augmente .....	5
Royaume-Uni : Boris Johnson, en lutte pour sa survie politique, gagne une bataille, mais pas la guerre .....	7
Chine : les paradoxes d'une économie sous cloche .....	9
Qatar : la rente gazière se liquéfie .....	10
Émirats arabes unis : la confiance et l'activité toujours bien orientées .....	11
Afrique du Sud : au T1, la croissance et les comptes extérieurs restent bien orientés .....	12

### 👉 « Ce n'est pas juste une étape, c'est un parcours »

Ce sont les propos de Christine Lagarde annonçant hier une normalisation de la politique de la BCE. À ce stade, le terme de « normalisation » terme semble toujours plus adapté que celui de resserrement (on objectera qu'il s'agit bien de hausses de taux...). Cette première étape comporte la fin des achats nets d'actifs au titre de l'APP à compter du 1<sup>er</sup> juillet 2022, ainsi qu'un relèvement des taux directeurs de 25 points de base (pb) lors de la réunion de juillet. Il s'agit donc d'une première étape de hausse qui devrait être suivie d'une nouvelle augmentation des taux directeurs en septembre selon les perspectives d'inflation à moyen terme (cf. « [BCE : normaliser en des temps anormaux et gérer une inflation ingérable, une tâche ardue](#) » ).

Bien que largement anticipées, les annonces de la BCE ont secoué les marchés. On sait que « ce n'est pas juste une étape mais un parcours » : si le discours annonce les resserrements à venir, son rythme reste néanmoins incertain. La BCE envisage qu'une trajectoire graduelle mais soutenue de nouvelles hausses des taux d'intérêt est appropriée : aussi anticipée et graduelle puisse-t-elle être, les taux allemands à deux ans se sont redressés de 18 pb (variation sur une semaine), entraînant un très léger aplatissement de la courbe au cours de la semaine (le Bund à dix ans progresse de 12 pb à 1,40%). Ce mouvement s'est accompagné d'un élargissement des *spreads* : Italie 10 pb (88 pb depuis le début de l'année à 223 pb contre Bund), Espagne 8 pb et France 5 pb (soit, respectivement depuis le début de l'année, des hausses de 50 pb et 17 pb à 124 pb et 53 pb contre Bund). La hiérarchie des écartements et des primes est donc « bien » respectée.

Aux États-Unis, le dynamisme du marché du travail ne se dément pas. Selon le rapport sur l'emploi (*Non Farm Payrolls* du *Bureau of Labor Statistics*), les créations nettes d'emplois (390 000) ont excédé les anticipations du marché grâce au dynamisme du secteur des services. Le taux de chômage retrouve quasiment son niveau (bas) d'avant la crise sanitaire à 3,6% : un rattrapage néanmoins

imputable à la baisse de taux d'activité qui, certes, se redresse mais reste inférieur à son niveau pré-crise (d'un point de pourcentage à 62,3%). Les salaires horaires moyens progressent de 5,2% sur un an, un rythme encore élevé mais en très léger repli pour le second mois consécutif.

En revanche, l'inflation accélère de nouveau en mai. La hausse des prix à la consommation a en effet surpris : l'inflation totale progresse de 1% au cours du mois de mai portant la hausse sur un an à 8,6%, après 8,3% en avril et 8,5% en mars, ce qui était alors apparu comme le pic (incertain mais probable...). Quant à l'inflation « *core* », elle augmente de 0,6% au cours du mois entraînant un repli de la progression annuelle pour le deuxième mois consécutif (6% après 6,2% en avril).

Le petit infléchissement, pourtant opportun, de l'inflation sous-jacente reste très insuffisant au regard de l'accélération de l'inflation totale : la résistance de celle-ci, une semaine avant la réunion de la *Federal Reserve*, maintient une pression forte sur la poursuite du resserrement monétaire à un rythme soutenu. Les taux américains à deux ans (2,83%) se sont redressés de 18 pb au cours de la semaine portant la hausse depuis le début de l'année à 210 pb : une progression à rapprocher des « seuls » 150 pb de hausse des taux à dix ans (9 pb seulement sur la semaine écoulée les portant à 3,02%). L'aplatissement de la courbe se poursuit.

Enfin, alors que le prix du pétrole enregistrait encore une hausse portant la progression depuis le début de l'année à près de 58% (Brent), le mouvement de hausse des taux d'intérêt s'est accompagné d'un repli généralisé des marchés actions, d'un écartement des primes de crédit et d'une baisse de l'euro. La baisse de l'euro contre le dollar n'atteint cependant qu'un peu moins de 7% depuis janvier : une résistance satisfaisante au regard des maux dont la zone est affligée depuis le début de l'année et, plus particulièrement, depuis le début de la guerre en Ukraine.

## Éditorial

### 👉 BCE : normaliser en des temps anormaux et gérer une inflation ingérable, une tâche ardue

La BCE a décidé de mettre un terme aux achats nets de son programme d'achats d'actifs (*asset purchase programme*, APP) à compter du 1<sup>er</sup> juillet 2022 et entend augmenter ses taux d'intérêt directeurs de 25 points de base lors de sa réunion de juillet.

Elle prévoit un nouveau relèvement de ses taux directeurs en septembre, dont le calibrage dépendra des perspectives actualisées d'inflation à moyen terme. Ensuite, elle s'engage dans une séquence progressive, mais durable, de hausses supplémentaires des taux.

La BCE a voulu envoyer un message clair : sa hausse de taux n'est pas seulement une étape, c'est un parcours. Elle veut montrer qu'elle s'engage dans un processus de normalisation de la politique monétaire se justifiant par la diminution du risque déflationniste qui l'avait auparavant embarquée dans une politique non conventionnelle. Elle signale donc que ce parcours est celui qui doit la sortir du cadre non conventionnel et de revenir à une orientation appropriée, mais pas nécessairement à un cycle complet de remontée des taux.

En effet, la BCE en est consciente, ce parcours se déroule dans une situation anormale, une situation d'incertitude radicale, qui nécessite une certaine gradation, de la flexibilité et un contrôle par la réalité des faits que décriront les données d'activité et d'inflation.

La BCE s'est engagée sur un chemin dont elle semble connaître la direction, mais pas vraiment le point d'arrivée. Le Conseil des gouverneurs n'a visiblement pas discuté du niveau du taux d'intérêt d'équilibre (ou taux naturel), soit le taux d'intérêt réel à court terme qui, à long terme, est compatible avec une production à son niveau « potentiel » et une inflation stable. Il permet de mesurer le caractère « neutre » de l'orientation de la politique monétaire. Toute remontée du taux directeur au-dessus du taux d'équilibre s'apparente à une orientation restrictive et vient freiner l'activité et l'inflation. Bien que la quantification du taux d'équilibre soit confrontée à des défis économétriques considérables, la plupart des estimations pointent vers une baisse de ce taux au cours des dernières décennies. Plusieurs facteurs l'expliquent : le vieillissement des populations, qui alimente un déséquilibre épargne-investissement, un ralentissement du rythme du progrès technique et de la croissance potentielle, la concentration des profits qui nourrit l'excès d'épargne et une aversion au risque croissante. La politique économique n'est pas étrangère à cette baisse, car son « âge d'or », caractérisé par des banques centrales indépendantes, avec un mandat clair de stabilité des prix, un cadre réglementaire plus strict et une politique budgétaire contrainte ont contribué à maintenir les taux bas.

Or, ces facteurs n'ont pas disparu et suggèrent que le parcours de normalisation pourrait ne pas être trop long, au risque d'une orientation qui ne serait plus appropriée.

Faute de guidage par le taux d'équilibre, le parcours de la BCE vers une orientation de politique économique plus appropriée sera guidé par son évaluation de la trajectoire d'inflation à moyen terme. Sauf que les chocs d'offre répétés (rebond post-Covid et guerre en Ukraine) apportent leur lot de confusion et rendent très soudaine la transition d'un environnement déflationniste à un environnement inflationniste, avec un questionnement non résolu sur la nature structurelle du basculement de l'équilibre entre les deux risques.

Ce signal confus provenant de l'inflation est d'autant plus complexe à gérer pour la banque centrale qu'il trouve son origine dans un pur choc d'offre contre lequel l'action monétaire a une efficacité limitée. La politique monétaire ne peut pas juguler l'inflation des matières premières et des biens intermédiaires importés. Elle peut agir pour limiter l'enclenchement d'une boucle prix-salaires qui rendrait l'inflation plus durable, en modérant l'activité et la demande de travail. Le départ d'une spirale d'inflation salariale n'est pas encore visible dans la zone euro, mais pourrait être alimenté par un décrochage des anticipations d'inflation. La banque centrale peut, en revanche, agir pour maintenir les anticipations d'inflation ancrées à sa cible. Et la BCE va tout faire pour cela, ou du moins va faire croire qu'elle va tout faire.

C'est ainsi qu'il faut interpréter la tonalité plus agressive des deux dernières déclarations du Conseil des gouverneurs. Ce « *whatever it takes* » contre l'inflation, devra néanmoins être tempéré. La BCE sait que la politique monétaire ne peut pas grand-chose pour abattre les tensions inflationnistes provoquées par une offre prise en otage par un fournisseur monopolistique. D'autres politiques doivent prendre la relève, notamment les politiques de régulation des prix, faute de quoi la banque centrale risque de se retrouver, une fois de plus, avec une charge excessive et face à un dilemme. En effet, toute réponse excessive, conduisant à un durcissement disproportionné et à une dispersion des conditions financières devra se confronter au risque de fragmentation contre lequel la BCE s'est aussi engagée à agir.

La BCE compte sur la baisse des coûts de l'énergie et l'assouplissement des contraintes d'offre pour ramener l'inflation en ligne avec sa cible dès 2024. Entre temps, elle doit convaincre qu'elle pourra remonter les taux pour atteindre son objectif d'inflation de moyen terme sans mettre en danger la stabilité financière. Les marchés paieront-ils pour voir ?

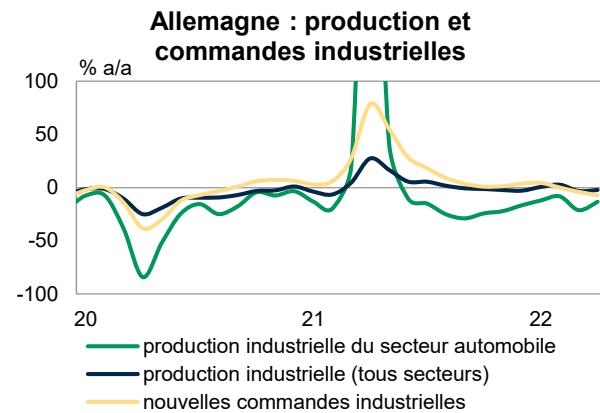
## Zone euro

### ☞ Allemagne : l'industrie toujours aux prises avec l'approvisionnement et l'inflation

La production industrielle allemande hors énergie et construction a augmenté de 0,3% sur un mois en avril, après une chute de 4% en mars. Ce modeste rebond est porté par la production de biens intermédiaires (+0,3% sur le mois) et de biens d'équipement (+0,9%) tandis que celle en biens de consommation a chuté de 1,3%. En dehors de l'industrie, la production dans la construction a enregistré un recul de 2,1%, tandis que la production d'énergie a largement récupéré sa baisse du mois précédent (+16,1% après -10,8%). En dépit de cette hausse, la production industrielle demeure inférieure de 8,6% à son niveau d'avant crise (février 2020).

De surcroît, les perspectives de croissance du secteur demeurent orientées à la baisse avec un acquis de croissance négatif de 2,3% sur le deuxième trimestre. Néanmoins, la production automobile déclarée par l'association allemande des constructeurs (VDA) se redresse pour le deuxième mois consécutif en mai, suggérant une amélioration en cours du principal secteur industriel du pays. Les carnets de commandes demeurent conséquents, y

compris dans l'automobile, mais sont principalement bloqués par les problèmes de pénuries en produits intermédiaires nécessaires à la production. Certains constructeurs semblent avoir même imposé un gel des commandes sur certains modèles pour palier au problème, réorientant l'offre sur la capacité à produire de la marque.



**☒ Notre opinion** – *Le rebond de la production industrielle allemande du mois d'avril ne compense que très faiblement le fort recul enregistré en mars. La pénurie de produits intermédiaires perdure en avril et mai selon l'indicateur Ifo, principalement en raison de la guerre en Ukraine et du confinement chinois qui pèse plus lourdement encore sur l'activité manufacturière du pays. La réouverture des villes chinoises concernées par le blocus sanitaire devrait permettre un rebond de la production à l'exportation dans les mois qui viennent. Mais la flambée continue des coûts de production se répercute inévitablement sur le prix de vente, au risque de restreindre davantage la demande. Pour l'heure, en l'absence d'une franche accélération de la production industrielle dans les deux prochains mois, l'acquis de croissance négatif plaide pour un recul marqué de la production industrielle au deuxième trimestre, impactant nécessairement la croissance globale du pays à la baisse.*

### ☞ Italie : révision surprise du PIB, mais de courte durée

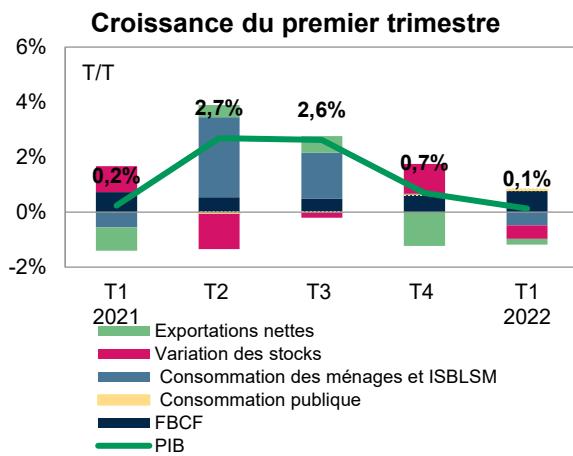
Face à l'inflation galopante, la croissance italienne a fait preuve d'une résilience inattendue au cours du premier trimestre. La deuxième estimation des comptes nationaux a conduit à une révision à la hausse de la croissance italienne passant de -0,2% à +0,1% d'un trimestre sur l'autre, ramenant l'acquis de croissance à +2,6%.

Toujours nourrie par une hausse soutenue des importations (+4,3%), la demande extérieure continue de contribuer négativement à l'activité retirant 0,3 point de pourcentage à la croissance. La contribution positive de la demande domestique reste quant à elle imputable au dynamisme de l'investissement. Après avoir enregistré un taux de croissance supérieur à 3% au T4 2022, la FBCF réitère la performance avec une hausse de 3,9% au T1 2022.

Dans le détail, l'accélération de l'investissement reste alimentée par la forte progression du secteur de la construction (+5,5% au T1, après 4,3% au T4 2021), contribuant à hauteur de 2,6% à la FBCF. La vigueur du secteur est attribuable aussi bien à la composante bâtiment et travaux publics (+5,3%) qu'à celle du logement (+5,7%). Dans le même temps, la baisse de la confiance des entreprises ne semble pas avoir eu d'effet sur l'investissement productif dont la croissance a doublé, passant de 1,6% au T4 2021 à +4,3% au T1 2022.

Les effets de l'inflation sont cependant visibles sur la consommation des ménages qui se contracte de 0,8% sur le trimestre, après avoir enregistré une croissance nulle en fin d'année. Tandis que la consommation de biens durables et semi-durables progresse de respectivement 2,7% et de 2,4% par rapport au trimestre précédent, les dépenses de consommation davantage pénalisées par la hausse

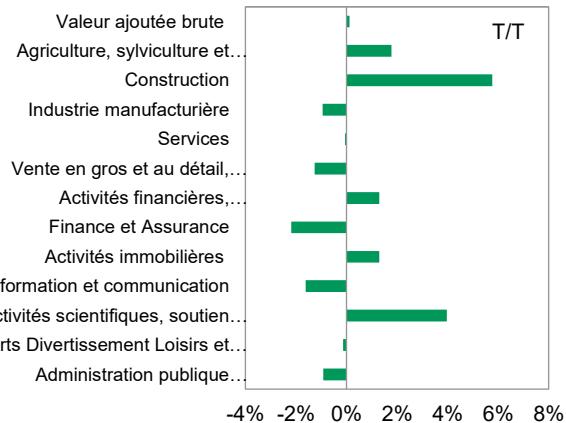
des prix des services ou des biens non-durables reculent (-2% pour le premier et -1% pour le second). Après les importants mouvements enregistrés les trimestres précédents, la contribution des stocks au cours du premier trimestre a été nulle.



Par branche, la croissance du PIB est en grande partie due à la croissance de la valeur ajoutée dans la construction (+5,8), ainsi que dans les activités de services immobiliers (+1,3%) et scientifiques

(+4,3%). En écho aux faibles performances de la production industrielle, la valeur ajoutée dans l'industrie au sens strict recule de 0,9%. Les heures travaillées poursuivent leur processus de récupération et ont augmenté de 1,5% par rapport au trimestre précédent. Cela est dû à une croissance de 2,1% dans l'agriculture, la sylviculture et la pêche, de 1,2% dans l'industrie au sens strict, de 5% dans la construction et de 1,2% dans les services.

### Progression de la valeur ajoutée



**Notre opinion** – Alors que l'inflation a de nouveau augmenté en mai se rapprochant des 7%, soit un niveau qu'elle n'avait pas atteint depuis 1986, ainsi que nous le révèlent les derniers chiffres sur le deuxième trimestre.

Premièrement, la diffusion de la flambée des prix de l'énergie au panier de consommation moyen s'accentue (+ 6,7%) à travers notamment la hausse des prix dans l'alimentaire et dans les services. Ce nouveau regain de l'inflation, après la légère accalmie d'avril, devrait continuer de pénaliser la consommation. Les ventes au détail ont reculé de -0,4% en volume au cours du mois d'avril, laissant un acquis négatif de -0,8% au T2.

Tandis que les prix à la production continuent d'augmenter, le secteur industriel a surpris avec un net rebond de la production en avril de 1,6% laissant un acquis de 3% au trimestre. Cette reprise pourrait se révéler temporaire au regard de l'environnement aussi bien international dégradé. Les indices PMI bien que toujours au-dessus du seuil d'expansion continuent de baisser, alors que la confiance dans l'industrie poursuit sa lente dégradation.

### Espagne : la tension avec l'Algérie augmente

L'Algérie a annoncé ce mercredi qu'elle suspendait immédiatement son traité d'amitié, de bon voisinage et de coopération avec l'Espagne en raison de sa position sur le dossier du Sahara occidental et du plan d'autonomie marocain. Dans la même journée, l'Association des banques et établissements financiers (ABEF) a annoncé le gel des domiciliations bancaires des opérations de commerce extérieur de produits avec l'Espagne à partir de ce jeudi 9 juin.

La question du Sahara occidental, ancienne colonie espagnole considérée comme un « territoire non autonome » par l'ONU, oppose depuis des

décennies le Maroc – qui en contrôle 80% – aux indépendantistes du Front Polisario (FP). Le 18 mars, Madrid a opéré un changement de position radical sur le dossier en apportant son soutien au projet d'autonomie marocain, suscitant la colère d'Alger, principal soutien du mouvement indépendantiste sahraoui. Ce repositionnement, selon les experts, a mis fin à la neutralité de l'Espagne. Le Front Polisario a accusé Madrid d'avoir succombé au « chantage » de Rabat et a affirmé la nécessité de convoquer un référendum qui envisage l'autodétermination et non que le Sahara occidental reste sous l'autorité du Maroc.

**Notre opinion** – La circulaire transmise par l'ABEF concerne toutes les transactions commerciales avec l'Espagne. Tout produit fini destiné à la revente et les matières premières pour la production seront concernés par cette décision. L'Algérie est le deuxième partenaire commercial de l'Espagne en Afrique, après le Maroc. L'Espagne était la destination de 9,8% des exportations algériennes en 2021, tandis que les importations de produits espagnols représentaient 6,2% du total. L'Algérie vend davantage à l'Italie et à la France, et achète principalement à la Chine, suivie de la France, de l'Italie et de l'Allemagne, avec l'Espagne à la cinquième place. Les entreprises espagnoles achètent des engrains, des produits chimiques ou du poisson et vendent des machines et des matériaux de construction. Les exportations espagnoles ont totalisé 2 906 M€ en 2019, 1 916 en 2020 et 1 111 en 2021.

Pourtant, dans le contexte actuel, le produit sensible est le gaz. Selon la Strategic Reserves of Petroleum Products Corporation (CORES), 30% du gaz importé par l'Espagne en mars dernier provenait d'Algérie, alors qu'au cours des douze derniers mois, il représentait 37,5%. Les achats aux États-Unis, en revanche, ont augmenté ces derniers mois et en mars ils ont dépassé ceux de l'Algérie, atteignant 43 %. Dans ce cas, il s'agit de gaz naturel liquéfié (GNL), gaz sous forme liquide qui est transporté par bateau et qui doit être regazéifié à l'arrivée. Le GNL est généralement plus cher, en raison du coût du transport et de la transformation. Les raisons de ce changement de fournisseur sont diverses. Premièrement, la guerre en Ukraine a augmenté les exportations des États-Unis et d'autres pays vers l'UE pour aider les partenaires dépendant du gaz russe. Une partie de ce gaz passe par l'Espagne. D'autre part, le gouvernement espagnol a cherché à diversifier ses sources d'énergie. Mais la raison principale est que l'Algérie a fermé le gazoduc Maghreb-Europe en novembre dernier en raison de ses différends avec le Maroc et fournit actuellement du gaz via un seul gazoduc, le Medgaz, de sorte que sa capacité d'exportation a été réduite et que l'Espagne a dû chercher d'autres sources. Le Medgaz, qui relie Beni Saf à Almería, appartient à une entreprise espagnole (49% des parts) et à une entreprise publique algérienne (51%). Le contrat est scellé pour dix ans, mais le tarif est en cours de renégociation.

Les risques sont importants : la menace de couper l'approvisionnement en gaz pourrait être la dernière étape pour l'Algérie de serrer la vis à l'Espagne. À l'heure actuelle, l'Algérie pourrait se passer de son client espagnol car la demande est extrêmement forte (cela suffit de s'orienter vers son voisin italien, qui cherche une solution à sa forte exposition au gaz russe). Toutefois, il y a un contrat signé, qui doit être respecté, avec des éventuelles sanctions pour l'Algérie. La stratégie du gouvernement espagnol et son changement de position dans ce contexte de forte incertitude interroge.

## Royaume-Uni

### ☞ Royaume-Uni : Boris Johnson, en lutte pour sa survie politique, gagne une bataille, mais pas la guerre

Le Premier ministre britannique Boris Johnson a survécu à un vote de confiance surprise au sein du Parti conservateur ce lundi 6 juin. Il en sort toutefois fortement affaibli. Le résultat des votes (211 « pour », 148 « contre ») signifie que plus de 40% des députés de son camp ne souhaitent plus qu'il reste à la tête du parti.

Il semblerait que le nombre de députés nécessaires pour qu'un vote de confiance puisse avoir lieu (15% des députés conservateurs au minimum, soit 54) a été atteint dimanche dernier. Alors qu'il participait au dernier jour des festivités du jubilé de platine de la reine Elisabeth, Boris Johnson a été informé qu'en moins de 24 heures il allait devoir face à un vote crucial pour sa survie au poste de Premier ministre.

Les animosités entre le Premier ministre et les députés de son parti faisaient la une des journaux depuis le scandale du « *Partygate* » (rassemblements festifs pendant les confinements Covid) et ont connu une escalade au cours des dernières semaines. La crise s'est fortement aggravée après les élections locales de début mai lors desquelles le Parti conservateur a essuyé de lourdes défaites. Les *Tories* ont alors perdu environ 400 sièges au conseil, cédant le contrôle de fiefs historiques au Parti travailliste.

Le parti est également très divisé autour de la politique budgétaire, de nombreux députés conservateurs militant en faveur de baisses de taxes et d'impôts afin d'atténuer la chute du niveau de vie. Or, les programmes budgétaires successifs de Rishi Sunak, Chancelier de l'Échiquier depuis février 2020, n'ont fait qu'augmenter la pression fiscale en annonçant des hausses d'impôts très peu appréciées par les *Tories*, notamment la hausse des contributions sociales en avril 2022, la hausse du taux d'imposition des sociétés prévue pour avril 2023, la nouvelle taxe prenant effet également en avril 2023 pour financer les secteurs de la santé et de l'aide à la personne, et plus récemment la taxe exceptionnelle sur les sociétés pétrolières et gazières. En conséquence, le poids fiscal (mesuré par les recettes fiscales en pourcentage du PIB) devrait atteindre un niveau record depuis 1948, selon les prévisions de l'OBR.

En théorie, la Constitution protège le Premier ministre d'un autre vote de confiance dans les douze prochains mois mais, en pratique, il peut être forcé de démissionner avant. En décembre 2018, lorsque Theresa May, Premier ministre de l'époque, avait gagné un vote de confiance de son parti, c'était avec 200 votes contre 117, soit une victoire (63%) légèrement plus importante que celle obtenue par

Boris Johnson lundi soir (59%). Sa position était cependant fortement affaiblie et, dans un contexte très difficile de négociations d'un accord de sortie sur le *Brexit* avec l'UE, Theresa May avait été obligée de démissionner six mois plus tard, après un résultat défavorable aux élections européennes.

À très court terme, Boris Johnson fera face à un défi supplémentaire de taille. Deux élections partielles cruciales se tiendront le 23 juin – l'une qui va mettre à l'épreuve le soutien traditionnel des conservateurs (Tiverton et Honiton, un fief dit du « mur bleu ») et l'autre qui testera le nouveau vote conservateur (Wakefield, dans le « mur rouge »). Les deux sièges sont visés respectivement par les libéraux démocrates et les travaillistes. Perdre les deux serait un coup supplémentaire pour le parti, en plus des échecs généralisés des conservateurs aux élections locales début mai. Des articles de presse suggèrent que Boris Johnson effectuera un remaniement du cabinet ministériel pour récompenser ceux qui l'ont soutenu et renforcer sa position.

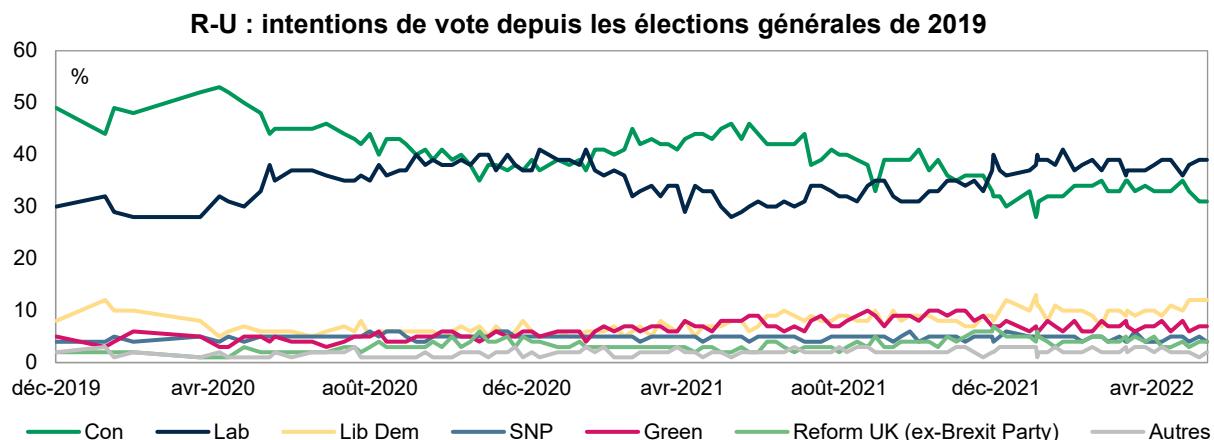
Si sa position continue de vaciller en revanche, ce qui semble très probable, Boris Johnson pourrait démissionner de son poste de *leader* du parti conservateur, ce qui ouvrirait une procédure de course au *leadership* du parti. La ministre des Affaires étrangères, Liz Truss, semble être favorite, suivie par Jeremy Hunt, ex-ministre des Affaires étrangères et ex-ministre de la Santé.

Boris Johnson pourrait aussi convoquer des élections générales anticipées. Cela est devenu plus facile depuis que le *Fixed Term Parliament Act* (FTP) a été aboli en mars cette année. Pour rappel, le FTP fixait à cinq ans la période entre deux élections générales et limitait fortement la possibilité d'élections anticipées. Selon cette loi, les prochaines élections devraient avoir lieu le 2 mai 2024 (soit le premier jeudi du mois de mai de la cinquième année qui suit les élections générales précédentes), mais son abolition rétablit les prérogatives précédentes du Premier ministre de dissoudre le Parlement quand il le souhaite, en soumettant une demande à la Couronne. Un tel choix semble peu probable pour l'instant étant donné que les sondages donnent gagnant le parti de l'opposition en cas de nouvelles élections. La popularité des *Tories* s'est fortement érodée durant l'année 2021. Elle reste proche de ses plus bas atteints fin 2021/début 2022 (à 31% contre 39% pour le Labour, selon YouGov).

Des changements de politique intérieure favorables au pouvoir d'achat des ménages (prévu en chute de près de 2% cette année, selon la BoE) pourraient permettre aux *Tories* de redorer leur image auprès du peuple. Pour ce faire, plusieurs ministres plaident pour des baisses d'impôts. L'allocution de Boris

Johnson et Rishi Sunak prévue la semaine prochaine sur l'économie pourrait être l'occasion de basculer dans cette direction, mais il semble que l'accent sera plutôt mis sur les entreprises et l'investissement. Des mesures en faveur de

davantage de dérégulation et une réforme de la taxation des sociétés semblent dans le radar, le gouvernement ayant pour objectif de stimuler la croissance, l'innovation et l'investissement.



## Pays émergents

### ➡ Chine : les paradoxes d'une économie sous cloche

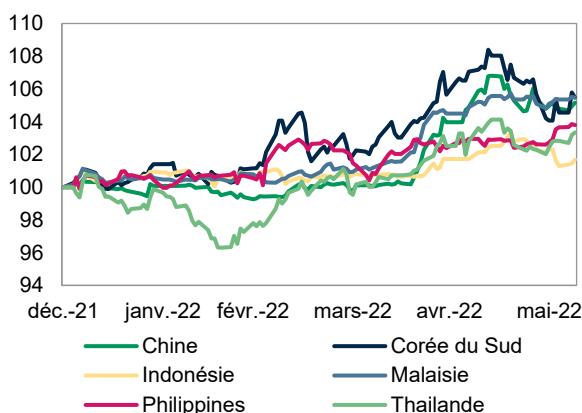
La Chine n'en a toujours pas fini avec le zéro-Covid : alors que les restrictions pesant sur Shanghai étaient progressivement allégées depuis le 1<sup>er</sup> juin, les autorités ont annoncé que, suite à la découverte de onze cas, la moitié de la ville, dont le quartier de Pudong qui avait été l'épicentre de la vague précédente, serait de nouveau confinée à partir de samedi, le temps de tester les plus de dix millions d'habitants de la zone.

Et même si la plupart des commerces et restaurants avaient officiellement été autorisés à rouvrir dans le reste de la ville, leur fréquentation est loin d'être revenue à la normale, les habitants craignant de croiser une personne – même inconnue – testée positive dans un lieu clos et donc de voir leur QR code passer au rouge et de devoir de nouveau s'isoler.

Au milieu de ces décisions sanitaires, difficile de suivre la conjoncture économique, qui renvoie des signaux brouillés par un environnement international volatile, marqué par le conflit russe-ukrainien et des cours des matières premières au plus haut.

D'autant que les doutes concernant la santé de l'économie chinoise n'ont cessé de se multiplier, et se sont notamment traduits par une dépréciation inhabituelle du yuan, qui a cédé environ 6% depuis le début de l'année, signant une des plus mauvaises performances de la zone. De même, les marchés actions sont en net repli : -12% pour Shanghai depuis janvier, -22% pour Shenzhen et surtout -26% pour le ChiNext, centré sur des actions technologiques.

### Asie : taux de change



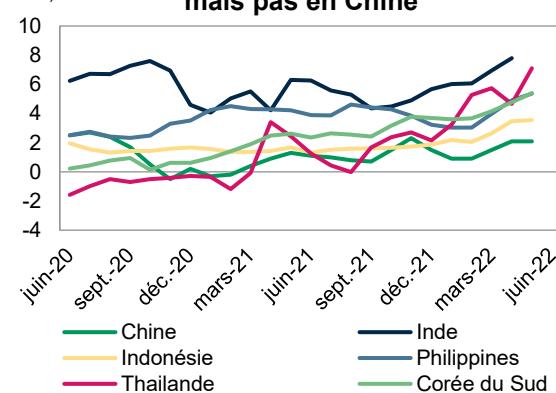
### Une bombe à retardement : l'emploi

De fait, les indicateurs conjoncturels demeurent mal orientés, même si une légère amélioration est prévue en mai. Le problème principal reste l'atonie de la consommation privée, qui s'est traduite par un net repli des ventes au détail en avril (-11,1%). Cette

faiblesse de la demande se traduit également par une trajectoire d'inflation qui se différencie de plus en plus nettement de celle des autres pays asiatiques.

Alors que l'accélération des prix était demeurée plutôt contenue, en raison de politiques de subvention (Indonésie, Philippines) mais aussi de la lenteur de la reprise (Thaïlande), l'Asie a à son tour été rattrapée par le contexte mondial de hausse des matières premières, notamment énergétiques. En mai, l'inflation était ainsi supérieure à 7% en Inde et en Thaïlande, supérieure à 5% en Corée du Sud et aux Philippines, mais restait très contenue (2,1%) en Chine.

### L'inflation accélère en Asie, mais pas en Chine



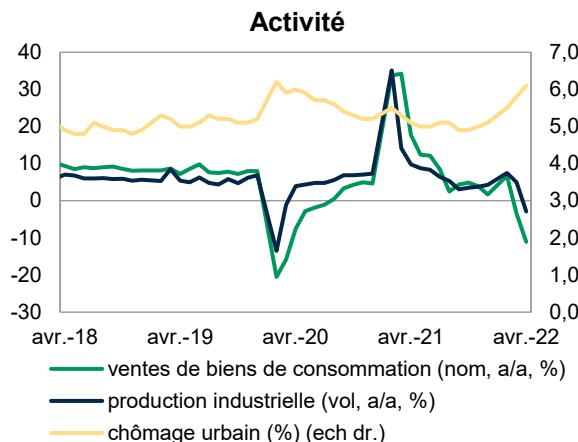
Sources: instituts nationaux, Crédit Agricole S.A/ECO

Mais alors que la faiblesse de la demande domestique avait jusqu'ici eu un impact très limité sur l'emploi, les derniers chiffres disponibles font état d'une dégradation du marché du travail depuis le début de l'année. Le chômage urbain a ainsi progressé d'un point, passant de 5,1% à 6,1% de la population active, et atteint même 6,8% dans les 31 premières villes du pays, un décalage rare entre ces deux chiffres qui s'expliquent par les mesures sanitaires plus strictes prises dans certaines villes (Pékin, Shanghai, Shenzhen).

Plus inquiétant, le chômage des jeunes a bondi au-dessus de 18%. En conséquence, les ménages ont encore adapté leurs comportements en augmentant leur épargne de précaution, au risque de déclencher une boucle emploi/consommation très néfaste pour l'économie.

Or, les pressions sur le marché du travail vont venir de tous les côtés : celui des diplômés, qui seront 10,8 millions cette année – un record – à tenter de s'insérer sur le marché, mais aussi des travailleurs migrants, qui sont 25% à être employés dans les secteurs de l'hôtellerie-restauration et du commerce de détail, qui ont le plus souffert des mesures sanitaires. Or, ces derniers n'étant généralement pas enregistrés comme des travailleurs urbains, ils

ne figurent pas dans les statistiques officielles du chômage.



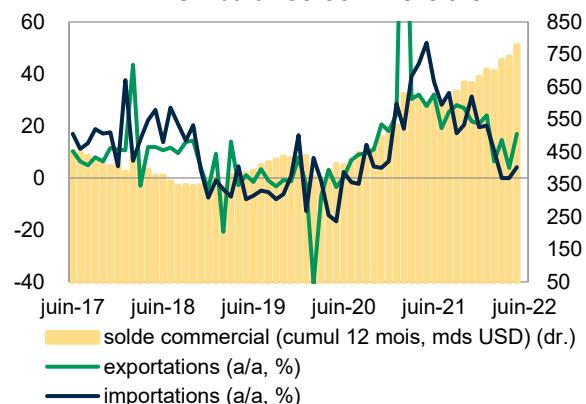
Source : NBS

### Le paradoxe du commerce international

Malgré une production industrielle en repli en avril et le blocage de nombreuses chaînes logistiques et de transport en raison du confinement de Shanghai, les exportations chinoises sont demeurées extrêmement dynamiques en mai et ont progressé de 16,9% en glissement annuel. Après une croissance nulle en avril, les importations sont également reparties à la hausse (+4,1%), des chiffres supérieurs aux attentes du consensus. L'excédent commercial a ainsi atteint un nouveau niveau historique et frôle les 780 milliards de dollars

sur un an. Il semblerait que les exportations continuent d'être portées par la demande européenne et américaine en biens de consommation, avec de très bonnes performances enregistrées dans les secteurs du textile, des jouets et des appareils électroniques. Côté importations, la Chine a vu sa demande de matières premières (pétrole, cuivre, minerai de fer) augmenter en volume et en valeur, traduisant un phénomène de reconstitution des stocks et de reprise des investissements en infrastructures, majoritairement financés par l'État. Les indices PMI, qui sont utilisés comme des *proxy* de l'activité industrielle future continuent cependant d'évoluer dans une zone de contraction (sous la barre des 50).

### Chine : balance commerciale



Source : Administration générale des douanes

**☒ Notre opinion** – L'économie chinoise semble de plus en plus fracturée entre un secteur exportateur qui continue de tourner à plein, malgré les inquiétudes sur la croissance mondiale en 2022 et le niveau de demande ; et une économie domestique sous cloche, dans laquelle les signaux de ralentissement se multiplient. Paradoxe économique chinois dans laquelle deux indicateurs ont atteint le même mois un niveau historique : le taux de chômage dans les 31 premières agglomérations et l'excédent commercial.

Dans tous les cas, cette situation est loin, très loin de celle voulue par les autorités, qui souhaiteraient au contraire une demande interne plus dynamique et se voient contraintes de multiplier les mesures de soutien à l'activité, alors même que le 20<sup>e</sup> Congrès du Parti approche.

## Moyen-Orient et Afrique du Nord

### ⚡ Qatar : la rente gazière se liquéfie

Le Qatar, soutien fidèle de l'Occident, devrait bénéficier à moyen terme de la guerre en Ukraine et de l'appétit de l'Europe pour le gaz qatari appelé à remplacer en partie les importations de Russie.

Profondément rentier, le pays va se redresser spectaculairement en 2022 grâce à la très forte hausse des prix et des volumes d'énergie exportés, ainsi qu'au regain de tourisme généré par l'organisation de la Coupe du monde de football à Doha en novembre prochain.

La croissance déprimée, voire en récession, de 2017 à 2020 en raison de l'embargo et de la crise sanitaire va se redresser fortement en 2022. Le PIB devrait croître de 5% en 2022 et de 3,6% en 2023. Le pays est un producteur de gaz plutôt que de pétrole et échappe donc aux quotas de l'OPEP. Il va bénéficier de la hausse des prix qui vont se maintenir durant l'année 2022.

Les équilibres macro-économiques, retrouvés en 2021 vont s'améliorer grâce à de larges excédents budgétaires et courants qui devraient atteindre

respectivement 10% et 23% du PIB en 2022 et rester très élevés en 2023, si le prix des hydrocarbures ne baisse pas.

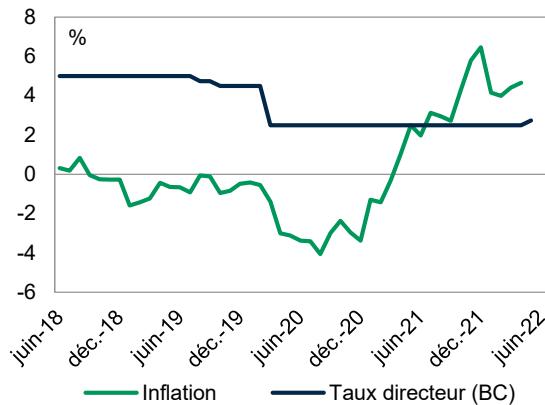
Le pays devrait donc aussi profiter de ses excédents budgétaires pour faire baisser sa dette publique en 2022. Celle-ci avait fortement augmenté en 2020 à 86% du PIB en raison de la crise sanitaire et aussi pour protéger le fonds souverain QIA.

Les excédents courants pourraient atteindre 44 milliards de dollars en 2022 et soutenir les réserves en devises. Malgré une dette externe élevée, estimée à deux fois les exportations, la capitalisation du fonds souverain QIA a été estimée à 450 milliards de dollars à fin 2021 (source SWFI audité), soit plus de deux fois le PIB du pays, ce qui fait du Qatar un large crééditeur net mondial.

Alors que l'inflation a atteint 4,3% au cours des quatre premiers mois de 2022, l'inflation moyenne

annuelle devrait atteindre 5% cette année. Le taux directeur a été augmenté de 0,25% en juin par la Banque centrale.

#### Qatar : inflation et taux directeur



Sources : BCM, Credit agricole S.A.

**Notre opinion** –Après trois crises majeures, dont l'une géopolitique contre l'Arabie et les Émirats achevée en 2021, l'horizon politique et économique s'éclaircit donc pour Doha. Concernant plus particulièrement la géopolitique, les accords régionaux avec Israël sont assez neutres pour le pays et le renouvellement de l'accord sur le nucléaire iranien, encore très hypothétique à ce stade, pourrait soutenir les exportations.

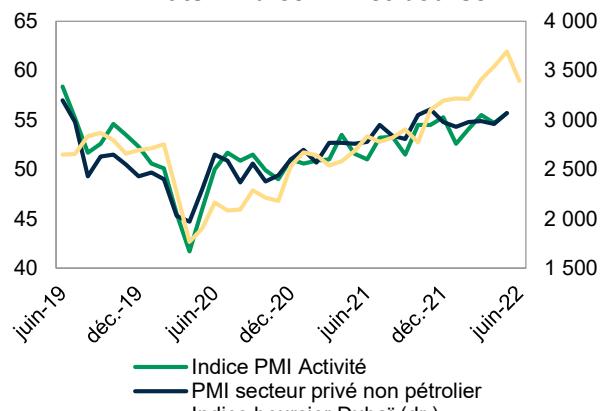
#### 👉 Émirats arabes unis : la confiance et l'activité toujours bien orientées

L'indice PMI qui illustre l'activité économique, hors hydrocarbures, a atteint 55,7 points en mai 2022 (la barre des 50 points sépare la contraction de l'expansion de l'activité). C'est le niveau le plus rapide d'expansion depuis trois années et il est en hausse assez régulière depuis dix-huit mois. Cet indicateur laisse ainsi entendre que l'activité économique restera soutenue aux Émirats au cours des prochains mois et sans doute pour toute l'année 2022. Le regain d'activité et le redressement des prix immobiliers profitent aux valeurs bancaires et aux développeurs immobiliers. La confiance reste toutefois un peu volatile ces derniers mois en raison du regain d'inflation et des risques de rupture des chaînes d'approvisionnement, conséquences de la guerre en Ukraine et de la politique zéro-Covid de la Chine.

Selon les observateurs de l'économie des Émirats, le PIB non pétrolier devrait croître de plus de 4% en 2022,

tandis que le PIB pétrolier va connaître une forte hausse de 10% par rapport à 2021.

#### Emirats : indice PMI et bourse



Sources : ENBD, DFM, Crédit Agricole SA

## Afrique sub-saharienne

### ☛ Afrique du Sud : au T1, la croissance et les comptes extérieurs restent bien orientés

L'Afrique du Sud a enregistré au premier trimestre 2022 une croissance de 1,9% par rapport au trimestre précédent et de 3% par rapport au T1 2021, au-delà de ce que le consensus attendait. L'économie du pays a poursuivi sa reprise et ainsi retrouvé son niveau du dernier trimestre 2019.

Cette dynamique d'activité s'est d'ailleurs pour une fois aussi traduite sur le taux de chômage qui, s'il reste à un niveau terriblement haut, a baissé pour la première fois depuis la mi-2020. En recul de 0,8 point au premier trimestre, il s'établit à 34,5%.

La reprise reste toutefois inégale entre secteurs. Les principaux contributeurs à la croissance du premier trimestre sont le secteur manufacturier (0,6 point de pourcentage), le commerce (0,4 point de pourcentage) et le secteur financier et immobilier (0,4 point de pourcentage). Or, ce dernier secteur est le seul des trois à avoir retrouvé et dépassé son niveau pré-pandémie.

Par ailleurs, le secteur minier enregistre une troisième baisse trimestrielle consécutive de sa valeur ajoutée et contribue donc à nouveau négativement (-0,1 point de pourcentage) à la croissance du T1. Ce secteur, qui avait retrouvé son niveau pré-pandémie au milieu de l'année dernière, se retrouve donc désormais 5% en dessous du niveau antérieur à la crise. Les productions des métaux du groupe platine, de minerai de fer et d'or étaient toutes trois en baisse sur les trois premiers mois de l'année. Les importants problèmes d'approvisionnement en électricité se poursuivent et pèsent sur l'activité du secteur, empêchant l'Afrique du Sud de profiter de tout son potentiel au moment où les cours se maintiennent à un niveau élevé.

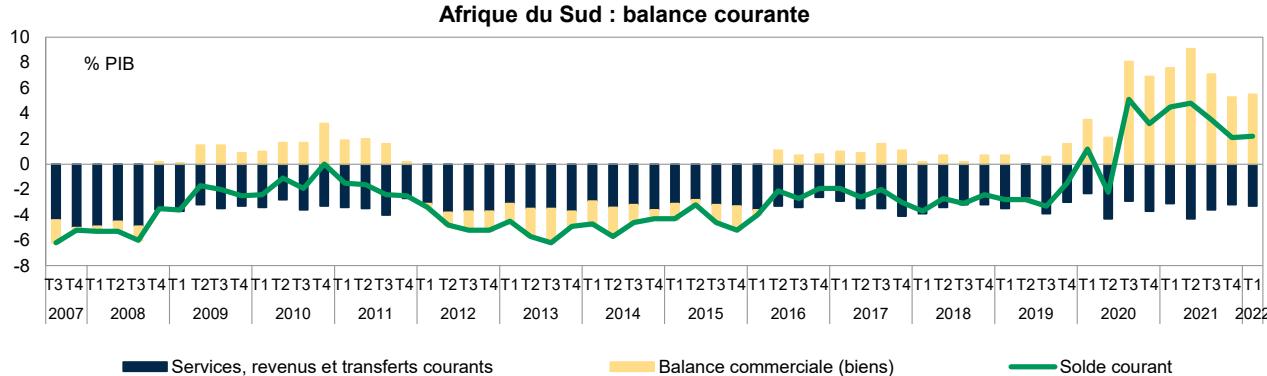
Du côté de la demande, la croissance trimestrielle est principalement tirée par les dépenses de consommation des ménages (1 point de pourcentage) et, dans une moindre mesure, par l'investissement (0,5 point de pourcentage). Les exportations

nettes contribuent à nouveau négativement, à hauteur de -0,2 point de pourcentage.

Les exportations sud-africaines restent toutefois dans une dynamique favorable. Le conflit ukrainien a d'ailleurs inversé la tendance de modération des prix des principaux métaux et minéraux exportés par le pays au second semestre 2021. Mais la flambée des cours du pétrole (de loin le premier poste de dépenses d'importations pour l'Afrique du Sud) a aussi conduit à un renchérissement en valeur des importations, qui retrouvaient au même moment graduellement leur niveau pré-pandémie.

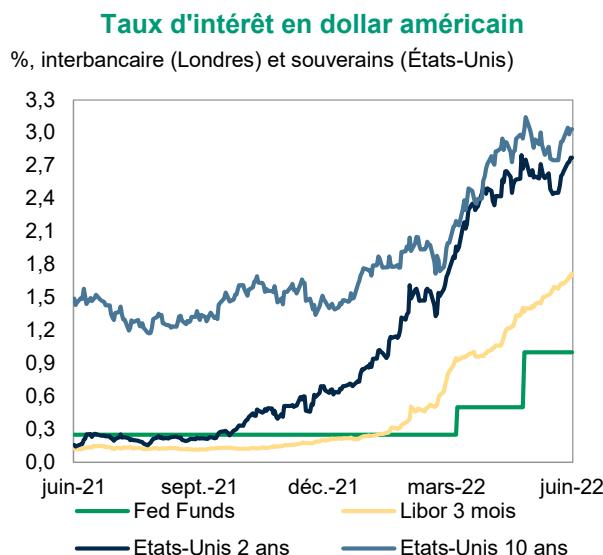
Par conséquent, si les exportations sud-africaines en valeur atteignent un record historique, c'est également le cas des importations. Cependant, la légère amélioration des termes de l'échange au premier trimestre traduit un avantage modeste à la progression en valeur des exportations, dont profite la balance commerciale sur les biens, qui ressort à 5,5% du PIB (contre 5,3% au T4 2021). Le solde courant sud-africain est stable par rapport au trimestre précédent, et s'établit à 2,2% du PIB. L'effet prix est donc resté favorable au compte courant sud-africain sur le début de l'année 2022, qui maintient son excédent, alors que les importations en volume ont retrouvé leur niveau pré-pandémie. Mais le premier trimestre n'avait été que peu exposé à la flambée des cours pétroliers déclenchée par l'invasion russe fin février.

Les conséquences effectives seront visibles sur les chiffres du deuxième trimestre, qui avait de plus débuté par un mois d'avril défavorable dans le pays, avec des inondations meurtrières qui avaient fortement affecté les infrastructures logistiques du pays, ce qui a pesé sur les exportations du début du trimestre.

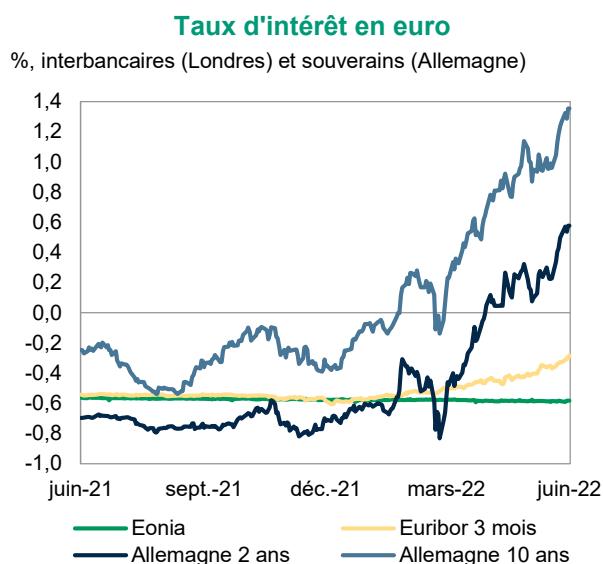


Sources : SA Reserve Bank, Crédit Agricole S.A.

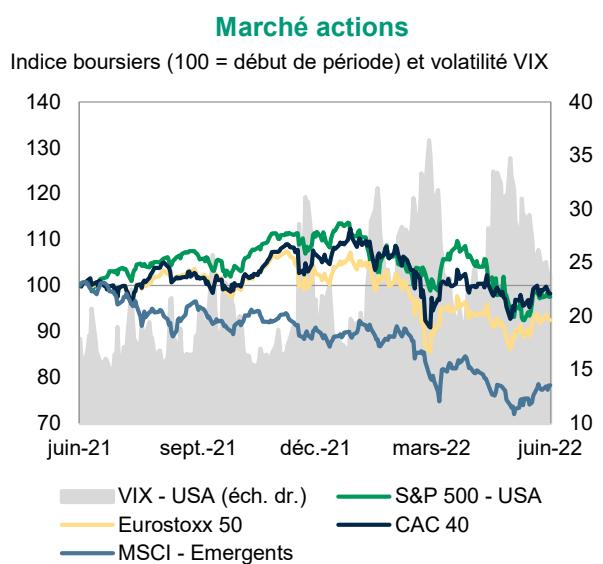
## Tendances à suivre



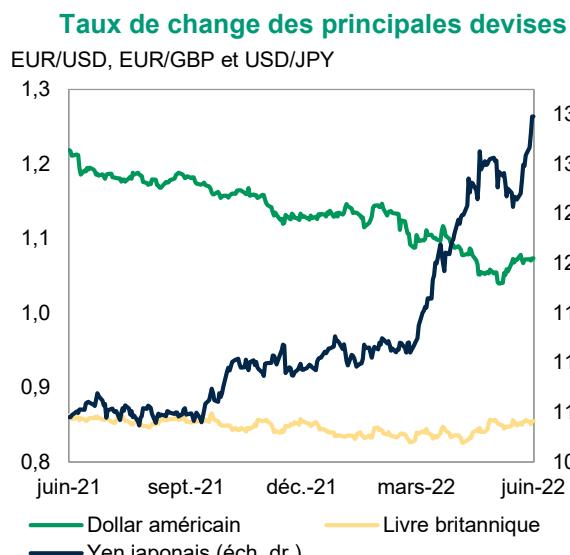
Source : Thomson Reuters



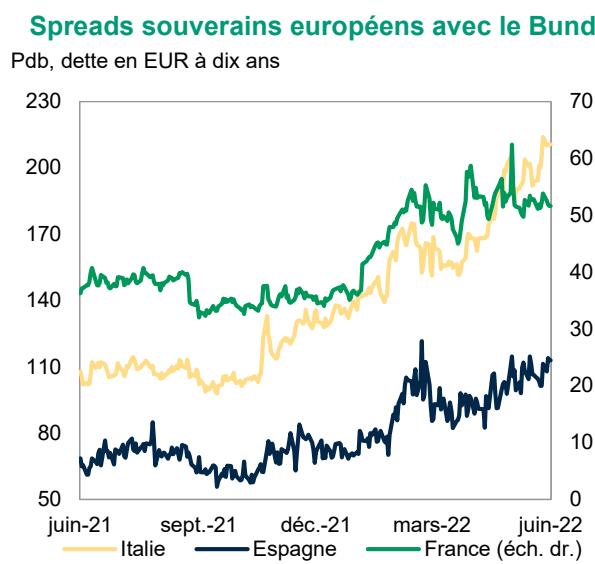
Source : Thomson Reuters



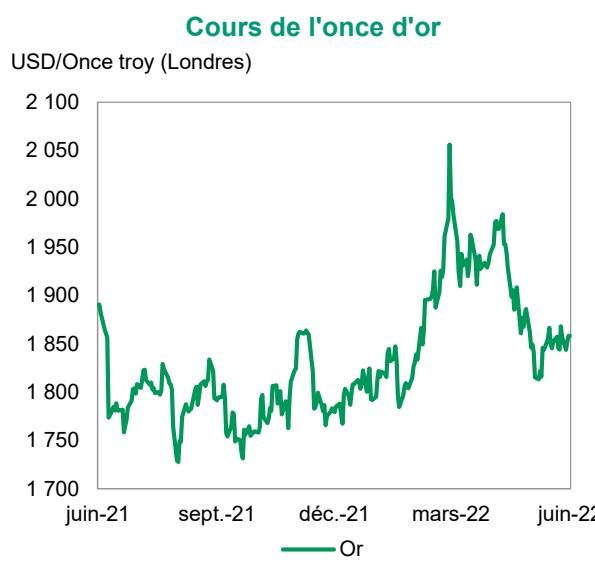
Source : Thomson Reuters



Source : Thomson Reuters



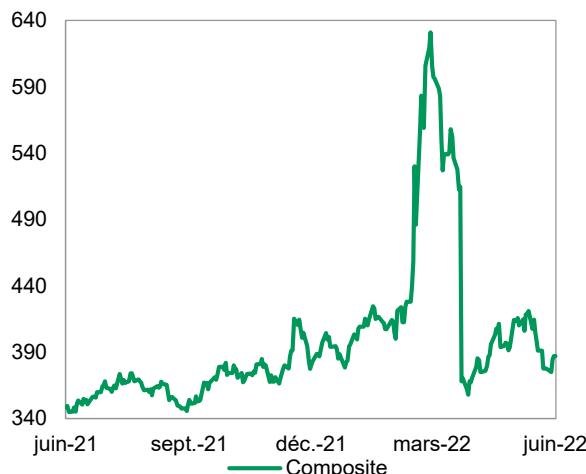
Source : Thomson Reuters



Source : Thomson Reuters

### Spreads souverains émergents avec le T-Bond

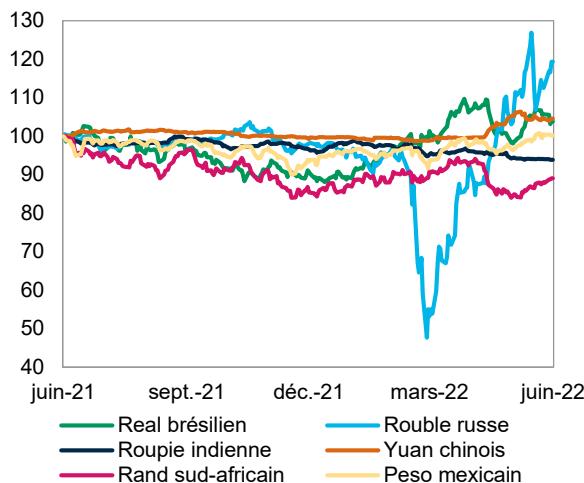
Indices EMBI+ (pdb, dette en USD de plus d'un an)



Source : JP Morgan

### Devises émergentes

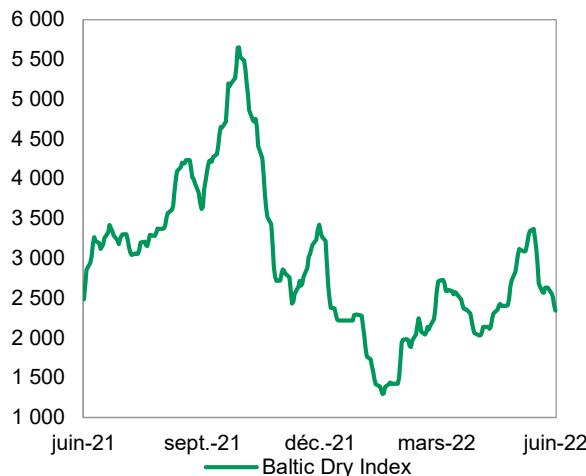
/USD (indice 100 = début de période)



Source : Thomson Reuters

### Coût du transport maritime de vrac sec

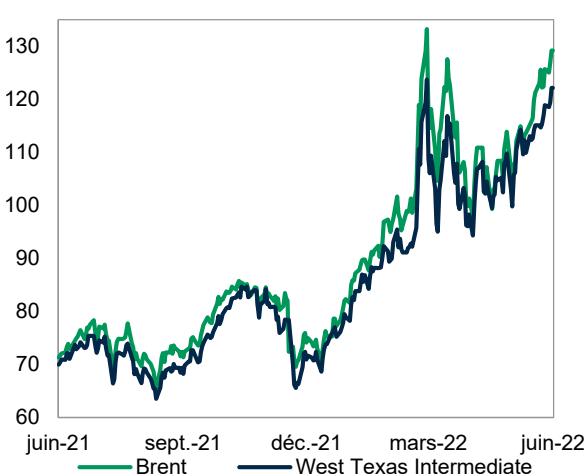
Baltic Dry Index (USD/point)



Source : Baltic Exchange

### Cours du baril de pétrole brut en USD

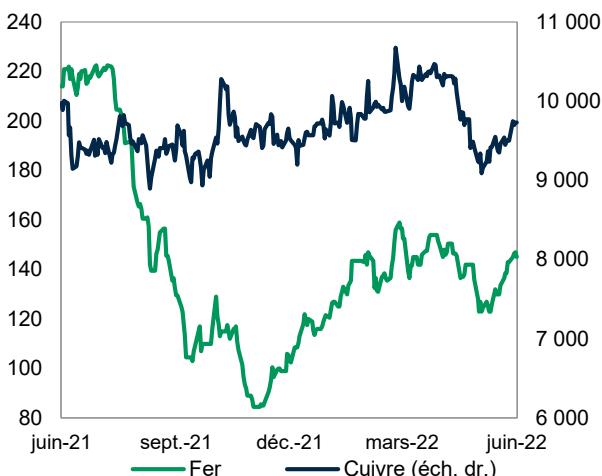
Brent (mer du Nord) et WTI (golfe du Mexique)



Source : Thomson Reuters

### Cours des métaux

USD/tonne métrique



Sources : Steel Home, London Metal Exchange

### Agriculture

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



Sources : USDA, CRB

Consultez nos dernières parutions en accès libre sur Internet :



### Monde – Scénario macro-économique 2022-2023 – Avril 2022

[Un scénario sous haute tension](#)

Date	Titre	Thème
08/06/2022	<a href="#">Zone euro – L'activité résiste bien en dépit de l'inflation !</a>	Zone euro
07/06/2022	<a href="#">Colombie – Surprise politique, croissance et inflation résistantes</a>	Amérique latine
03/06/2022	<a href="#">Monde – L'actualité de la semaine</a>	Monde
03/06/2022	<a href="#">Et du côté de la bataille des idées ? Qui gagnera la guerre mondiale ?</a>	Monde
30/05/2022	<a href="#">Allemagne – Conjoncture : PIB au T1-2022</a>	Europe
25/05/2022	<a href="#">Centrafrique – L'adoption du Bitcoin, une décision qui interroge</a>	Afrique sub-saharienne
24/05/2022	<a href="#">Asie – Chine, Hong Kong : le coût du zéro Covid</a>	Asie
20/05/2022	<a href="#">Monde – L'actualité de la semaine</a>	Monde
20/05/2022	<a href="#">Italie – Scénario 2022-2023 : face au conflit en Ukraine</a>	Italie
19/05/2022	<a href="#">Algérie – Des améliorations économiques certaines, mais plus d'inflation</a>	Afrique du Nord
19/05/2022	<a href="#">Europe – Le 9 mai de l'Europe, un moment géopolitique ?</a>	Europe
19/05/2022	<a href="#">Géo-économie et investissements directs : la puissance auto-réalisatrice des anticipations</a>	Géopolitique
18/05/2022	<a href="#">Philippines – Un peuple qui oublie son passé se condamne à le revivre</a>	Asie du Sud-Est
16/05/2022	<a href="#">Espagne – L'industrie résiste, sous pression</a>	Espagne

### Études Économiques Groupe – Crédit Agricole S.A.

12, place des États-Unis – 92127 Montrouge Cedex

**Directeur de la publication :** Isabelle JOB-BAZILLE

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

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

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

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

**Asie :** Sophie WIEVIORKA

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

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

**Afrique sub-saharienne :** Thibault ALIX

**Documentation :** Dominique PETIT, Elisabeth SERREAU

**Statistiques :** Robin MOURIER, Alexis MAYER

**Réalisation et Secrétariat de rédaction :** 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.