

# Perspectives

Hebdomadaire – N°23/191 – 30 juin 2023

## MONDE – L'actualité de la semaine

⇒ Scénario 2023-2024 – Une « normalisation » laborieuse.....	2
⇒ France : nouvelle baisse de l'inflation en juin, la confiance des ménages progresse timidement .....	4
⇒ Zone euro : la nouvelle baisse de l'inflation n'est pas encore en mesure de convaincre la BCE .....	4
⇒ Italie : des signaux mi-figue mi-raisin .....	5
⇒ Espagne : le rattrapage des bas salaires .....	6
⇒ États-Unis : la croissance du premier trimestre de nouveau révisée à la hausse.....	8
⇒ Le Vietnam : grand gagnant de la bataille des relocalisations ?.....	10
⇒ Amérique latine – Dette : ne pas prendre le risque de « crier au loup » .....	12
⇒ Maghreb : les défis communs d'une région en mal d'intégration.....	14
⇒ Pologne : des priorités qui risquent de bousculer un équilibre déjà fragilisé ! .....	16

## ➡ Scénario 2023-2024 – Une « normalisation » laborieuse

**Grâce, notamment, à la bonne tenue du marché du travail et à une épargne encore abondante bien qu'entamée, la consommation des ménages a mieux absorbé qu'il n'était redouté les ponctions sur le pouvoir d'achat et les resserrements monétaires. La croissance a mieux résisté qu'anticipé. L'inflation sous-jacente également. Le scénario de décélération sans effondrement suppose une décrue lente de l'inflation soulageant les revenus et autorisant qu'un terme soit mis aux hausses de taux directeurs. Un terme que l'on espère proche et propice à une moindre inversion des courbes des taux d'intérêt.**

**Aux États-Unis, l'activité a bien résisté mais des fissures apparaissent. Elles se creusent à mesure que les effets répressifs du resserrement monétaire et financier se font sentir.** L'investissement résidentiel s'est ainsi déjà violemment ajusté, l'investissement productif devrait à son tour se contracter sensiblement. Après avoir entamé leur réserve d'épargne et recouru au crédit, les consommateurs, qui ont assuré la résistance de la croissance, pourraient se montrer moins confiants et moins prodigues.

Si une tenue meilleure qu'anticipé de l'emploi peut autoriser un atterrissage en douceur, les « lézardes » laissent planer le risque d'une récession au cours du second semestre : une récession légère qui conduirait la croissance moyenne vers 1,2% en 2023, puis à seulement 0,7% en 2024. Ce ralentissement, finalement naturel, se fonde sur une hypothèse de poursuite du repli de l'inflation totale et, surtout, de l'inflation sous-jacente qui achèveraient l'année 2023 aux alentours de, respectivement, 3,2% et 3,6% avant de se rapprocher toutes deux de 2,5% fin 2024. **Le risque pesant sur ce scénario est celui d'une inflation plus tenace que prévu conduisant à un scénario monétaire lui-même plus agressif qu'anticipé.**

**En zone euro, le chemin vers la « normalité » est assez étroit.** L'absorption de chocs aussi extraordinaires que la pandémie suivie d'une crise énergétique se traduit par un repli assez brutal du rythme de croissance : un repli qui n'est pas annonciateur d'une récession mais, plutôt, d'une normalisation des comportements promue (voire « aggravée ») par celle des politiques économiques qui passent d'un soutien exceptionnel à une orientation plus restrictive.

**Le scénario est donc le résultat de forces contraires :** le dénouement des tensions sur les chaînes de valeur mondiales et la baisse des coûts

énergétiques fournissent un contre-choc positif et compensent, en partie seulement, le frein que les politiques économiques exercent sur l'activité. **Fondé sur une inflation totale moyenne se repliant de 8,4% en 2022 à 5,5% en 2023 puis 2,9% en 2024, ce scénario se traduit par une croissance modeste, de 0,6% en 2023 et 1,3% en 2024, encore inférieure à son rythme potentiel.**

Au sein de « l'univers émergent », **loin de la reprise en fanfare espérée, la Chine peine à retrouver sa dynamique.** Une crise de confiance profonde des ménages ( crainte du chômage, épargne de précaution) et les turbulences irrésolues du marché immobilier continuent de justifier l'atonie de la demande interne. Celle-ci se traduit par une faiblesse telle de l'inflation que la déflation menace. Or, les autorités chinoises ne peuvent ignorer que la reprise ne tient pas ses promesses mais elles manquent encore d'outils de relance adaptés, propres à stimuler la consommation. La cible annuelle de croissance que les autorités avaient annoncée « autour de 5% » avec prudence devrait être atteinte (effets de base favorables) mais les doutes portent sur l'aptitude de la Chine à maintenir ce rythme, faute de moteurs capables de soutenir l'activité à moyen terme.

**Le scénario de décélération sans effondrement suppose une décrue lente de l'inflation soulageant les revenus et autorisant qu'un terme soit mis aux hausses de taux directeurs.**

Quant aux **pays émergents**, considérés très globalement, à mesure que l'économie mondiale décélère et qu'une reprise chinoise modeste et plus orientée vers les services se dessine, **une ligne de partage peut y être tracée selon leur degré d'ouverture.** Alors que la croissance des grands pays à large demande intérieure a fait preuve d'une résistance excédant les anticipations, les locomotives habituelles, à savoir les pays plus avancés, plus ouverts et plus accrochés au cycle technologique mondial, sont un peu plus à la peine. **Tous devraient cependant peu à peu profiter d'une lente « normalisation » monétaire, propice à un scénario de ralentissement sans fracas.**

**Encore faut-il que soient enfin clairement atteints les pics des taux directeurs des grandes banques centrales.** Si l'inflation totale a déjà enregistré une baisse largement mécanique, la résistance de l'inflation sous-jacente, elle-même alimentée par une croissance plus robuste qu'anticipé, a conduit les banques centrales à se montrer agressives. Sous réserve de la poursuite du repli de l'inflation, mais surtout de celui de

l'inflation sous-jacente, le terme des hausses de taux directeurs serait (enfin) proche.

Après dix hausses de taux consécutives totalisant 500 points de base, la **Réserve fédérale** vient d'opter pour le *statu quo* (borne haute de la fourchette des *Fed funds* à 5,25%) tout en indiquant très clairement que de nouvelles hausses pourraient intervenir et en livrant un *dot plot* suggérant un resserrement supplémentaire de 50 points de base. Notre scénario économique central pour l'économie est moins optimiste que celui de la *Fed* et, à ce jour, la projection médiane du *dot plot* pour 2023 est agressive. L'environnement semble plaider en faveur d'une stabilité du taux directeur mais la probabilité d'une hausse limitée à 25 points de base, comme le suggère le marché, est élevée.

Quant à la **BCE**, elle devrait conserver une politique monétaire restrictive, voire très restrictive, au cours des prochains trimestres : la baisse de l'inflation est trop lente et sa convergence vers la cible loin d'être acquise. La BCE devrait donc remonter ses taux à deux reprises (en juillet et en septembre, portant le taux de dépôt à 4%) tout en poursuivant son resserrement quantitatif.

Enfin, en accordant la priorité à la lutte contre l'inflation quitte à prendre un risque sur la croissance, les stratégies monétaires ont contribué à limiter le désanclage des anticipations d'inflation et la sur-réaction des taux longs, mais promu des courbes de taux d'intérêt inversées et des rendements réels faibles voire négatifs.

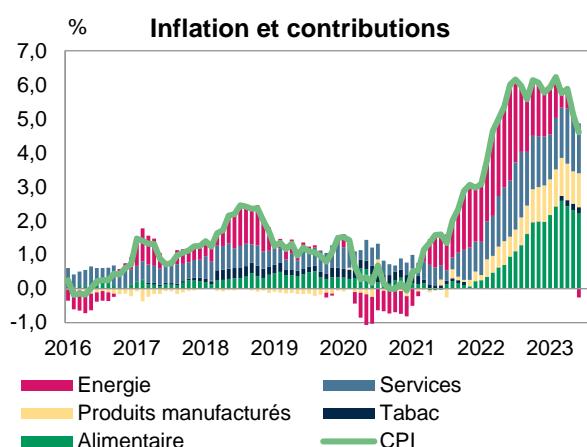
Hors « méchante » surprise sur l'inflation, **le risque de hausse des taux longs « sans risque » mais aussi d'écartement sensible des spreads souverains intrazone euro est limité**. Celui d'une courbe durablement inversée bien réel. Notre scénario retient des taux américain et allemand à dix ans proches, respectivement, de 3,75% et 2,60% fin 2023.

*Pour plus d'information, consulter [notre publication](#)*

## Zone euro

### France : nouvelle baisse de l'inflation en juin, la confiance des ménages progresse timidement

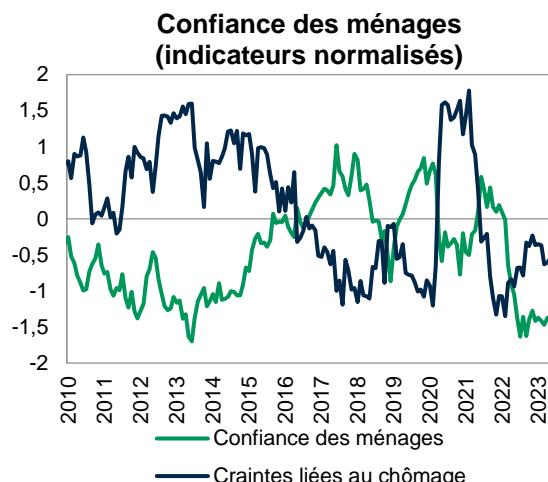
L'inflation atteint 4,5% sur un an au mois de juin après +5,1% en mai. Attention toutefois, une baisse de l'inflation ne veut pas forcément dire que les prix sont en baisse mais que leur hausse sur un an est moins rapide. Pour la première fois depuis 2020, la contribution de l'énergie à l'évolution du niveau des prix est négative, signe que les prix de l'énergie sont 3% moins élevés qu'en juin 2022. La hausse du prix des biens alimentaires ralentit également. Dans les services, l'inflation reste relativement stable depuis plusieurs mois autour de 3% sur un an.



Sources : Insee, Crédit Agricole SA/ECO

La baisse de l'inflation pour le deuxième mois consécutif semble être perçu par les ménages et la confiance des ménages se redresse légèrement en juin.

À 85, elle reste toutefois nettement inférieure à sa moyenne historique (100). Le solde d'opinion sur les perspectives d'inflation est en baisse, ce qui signifie que les ménages anticipent une inflation moins élevée dans les mois à venir. Le solde d'opinion sur le niveau de vie futur s'améliore et les craintes du chômage diminuent. Toutefois, ces éléments restent insuffisants pour envisager un redémarrage imminent de la consommation et les intentions d'effectuer des achats importants sont également en baisse, à un niveau historiquement bas.



Sources : Insee, Crédit Agricole SA/ECO

 **Notre opinion** – Le nouveau recul de l'inflation confirme que le plateau atteint entre le printemps 2022 et le printemps 2023 semble derrière nous. La composition de l'inflation évolue également et l'énergie y contribue désormais négativement. Le pic d'inflation sur les prix alimentaires qui contribue fortement au recul de la consommation des ménages a également été dépassé. D'ici à la fin de l'année ou au début de l'année 2024, les services pourraient devenir la première contribution à la hausse du niveau des prix. En effet, les entreprises industrielles ont pour la plupart réussi à intégralement répercuter les hausses de coûts sur les prix de vente, rétablissant ainsi leurs marges. Ce n'est pas encore le cas pour les entreprises de services qui subissent également des hausses de salaires plus élevées qu'à l'accoutumée. Le recul de l'inflation sera donc progressif au second semestre et en 2024. En moyenne, l'inflation atteindrait 5% cette année et 3,2% l'année prochaine. L'amélioration de la confiance des ménages devra en revanche se confirmer pour permettre une réelle reprise de la consommation ; malgré une légère hausse en mai, la consommation de biens reste en berne et nous n'anticipons qu'un faible redémarrage au second semestre.

### Zone euro : la nouvelle baisse de l'inflation n'est pas encore en mesure de convaincre la BCE

La première estimation de l'inflation en juin signale une nouvelle baisse du taux d'inflation dans la zone euro (à 5,5% depuis 6,1% en mai). L'inflation est presque divisée par deux par rapport à son pic d'octobre 2022. La contribution négative de l'énergie à la croissance des prix s'accentue avec un repli de 5,6% après -1,8% en mai. Les prix des biens industriels non énergétiques sont aussi en ralentissement et augmentent au rythme de 5,5%

après 5,8% en mai. L'inflation alimentaire reste élevée à 11,7% mais s'affiche aussi en baisse (après 12,5% en mai). Seuls les services continuent de tirer l'inflation sous-jacente à la hausse. Leur prix s'affiche en accélération au rythme de 5,4% après 5% en mai.

Dans toutes les grandes économies de la zone l'inflation est en recul : à 5,3% en France, à 6,7% en

Italie, à 1,6% en Espagne et en Belgique et à 6,4% aux Pays-Bas. Seule l'Allemagne affiche une inflation en hausse, à 6,8%, sous l'effet de l'accélération des prix des services affectés par

l'effet de base de la baisse des prix des transports en juin 2022 (mise en place du billet à 9 euros). Ce facteur a pu influencer la remontée de l'inflation des services dans la zone euro.

**☒ Notre opinion – Résistance des salaires et des profits et rupture de l'inattention rationnelle à l'inflation : voici les risques qui ont animé la conférence annuelle de la BCE à Sintra. La persistance montrée par l'inflation sous-jacente en juin ne fait que confirmer ces craintes.**

Pourtant les anticipations d'inflation des marchés restent bien ancrées autour de la cible dans le moyen terme. Cette anticipation d'un repli rapide de l'inflation sans trop de coût sur la croissance est encore relativement consensuelle dans les prévisions concernant la zone euro, même s'il n'existe que peu d'expérience passée de situations similaires. Les anticipations des acteurs de marché et des prévisionnistes ont pu être affectées par une bonne décennie au cours de laquelle les salaires réels n'ont fait preuve d'aucune résistance à la baisse ainsi que les profits sans défense par rapport à la perte de pouvoir de fixation des prix par les entreprises. Ainsi par le phénomène d'inattention irrationnelle, la sensibilité au risque inflationniste a été remplacée par une plus forte réceptivité face au risque déflationniste sortant ainsi des radars. C'est dire que la valeur d'équilibre de l'inflation est loin d'être stable et qu'elle est variable dans le temps et dépendante d'un état. Celui de l'inflation passée. L'apprentissage en temps réel des agents économiques permet des changements endogènes dans leur perception qui peuvent se traduire par des changements dans la persistance et la volatilité de l'inflation. Ces changements peuvent avoir lieu en l'absence de tout changement sous-jacent de la politique monétaire.

Cette question de la non-linéarité dans la dynamique de l'inflation est au centre du débat d'aujourd'hui.

Est-ce que le niveau élevé de l'inflation et sa persistance sont à même de mettre fin à cette inattention rationnelle à un régime inflationniste ? Est-ce que ces évolutions récentes vont provoquer une modification de la perception des agents quant au nouveau niveau d'équilibre de l'inflation ? Est-ce qu'une inflation perçue comme étant plus persistante ne va pas éroder la résistance à la baisse du salaire réel et des profits et pousser les agents économiques à demander une pleine compensation de l'inflation, activant ainsi une spirale prix-salaires-profits conduisant à une inflation plus élevée et plus persévérente ?

Tout est question de perceptions et d'anticipations donc, certes affectées par un état celui d'une résilience du marché de l'emploi et d'une demande de services encore solide. Mais la partie pour le contrôle de l'inflation n'est pas encore perdue par la BCE et elle pourrait ne pas nécessairement aboutir à arbitrage en faveur d'un coût élevé en termes de perte d'activité engendré par une politique monétaire davantage restrictive. Car s'il est question de perception, sur quoi se forment les perceptions des agents économiques ? Sur l'inflation globale et sur ses composantes à haute fréquence de consommation, telles que l'énergie et l'alimentaire, dont les prix montrent des signes nets et tangibles de ralentissement ? Ou plutôt sur l'inflation sous-jacente, hors composantes volatiles, plus difficile à appréhender sinon par le biais de la consommation de services, dont les prix sont encore en accélération ?

Dans le premier cas on pourrait assister à un ancrage plus solide des anticipations à la cible d'inflation et à une plus forte inertie dans les salaires réels et dans les profits. C'est pour cela que le FMI par la voix de sa directrice G. Gopinath, tout en soulignant une remontée du risque inflationniste, invite la BCE à poursuivre avec un guidage des anticipations fondé sur des promesses conditionnées à l'évolution la plus récente de l'inflation, à limiter le pré-engagement à la hausse des taux et à prévoir des clauses d'échappement pouvant devenir utiles en cas de surprise à la baisse de l'inflation.

### ☞ Italie : des signaux mi-figue mi-raisin

Après une année difficile, l'indice de confiance des ménages a nettement rebondi au cours du mois de juin, passant de 105,1 à 108,6. L'appréciation du climat économique actuel et futur sont les deux sous-composantes de l'indice qui enregistrent la plus forte progression, passant respectivement de 119,8 à 127,6 et de 112,6 à 118,4. L'appréciation de la situation actuelle s'améliore modérément cependant, et les ménages continuent de rencontrer des difficultés à épargner dans le contexte actuel. De plus, ils sont plus nombreux à anticiper un ralentissement de l'inflation, ce que les données du

mois de juin confirment. En effet, l'inflation italienne ralentit pour le deuxième mois consécutif, passant de +7,6% en mai à 6,4%.

La baisse du taux d'inflation reste due, en premier lieu, au ralentissement des prix des biens énergétiques non réglementés (de +20,3% à +8,4%) et, dans une moindre mesure, aux produits alimentaires transformés (de +13,2% à +11,9%) et à la décélération des prix des services liés aux transports (de +5,6% à +3,8%). L'inflation sous-jacente baisse également au cours du mois de mai,

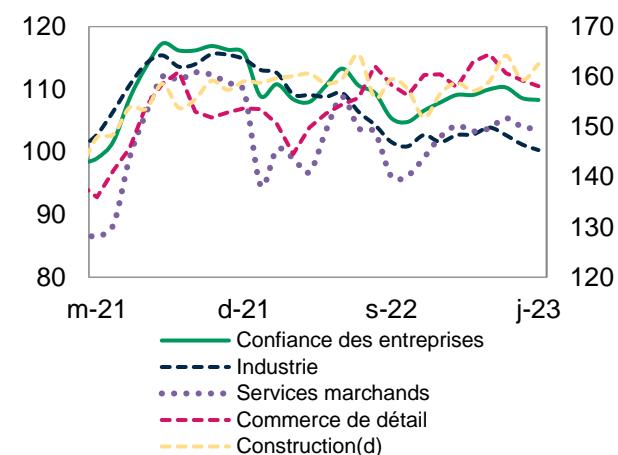
passant de +6,0% à +5,6%, tirée davantage par une décélération du prix des biens (de +9,3% à +7,6%) que par celle des services (de +4,6% à +4,3%).

Le ralentissement des prix des biens s'explique en partie par un recul des prix à la production. En mai 2023, les prix à la production industrielle ont ainsi diminué de 2,3% sur une base mensuelle et de 4,3% sur une base annuelle, principalement en raison de la baisse des coûts énergétiques. D'autres catégories de biens industriels tels que la métallurgie et les intrants chimiques connaissent également un ralentissement. En conséquence, les prix des biens intermédiaires ont baissé de 1,7% sur une base annuelle. Parallèlement, les prix des services montrent une dynamique différenciée. Alors que les prix à la production des services de transport diminuent, ceux des services aux entreprises (production de logiciels, traitement des données) progressent.

Les moindres pressions sur les prix des intrants semblent avoir peu d'impact sur la reprise de la confiance des entreprises, qui baisse légèrement en juin, passant de 108,6 à 108,3. À l'exception du secteur de la construction, qui continue de faire preuve de résilience, toutes les sous-composantes de l'indice des entreprises reculent. C'est le cas du secteur manufacturier (de 101,2 à 100,3), des services marchands (de 104,0 à 103,7) ainsi que du commerce de détail (de 111,4 à 110,5). La baisse de la confiance dans le secteur manufacturier, qui a commencé il y a deux mois, s'explique par une détérioration de toutes les sous-composantes de l'indice. Les entreprises du secteur continuent de faire face à une baisse tant de leurs commandes futures que de leurs projections de production. Les prévisions d'embauche, qui avaient bien résisté en 2022, s'inversent également depuis deux mois. Ce ralentissement de l'industrie laisse déjà des marques sur la situation financière des entreprises du secteur. En avril, le chiffre d'affaires industriel a

diminué de 1,8% en valeur et de 2,4% en volume par rapport au mois précédent, pénalisé par la baisse des performances sur le marché domestique (-2,5%). Les secteurs les plus en difficulté sont notamment la métallurgie (-14,9%) et la fabrication de produits chimiques (-19,3%).

### Indice de confiance des entreprises



Source : Istat; Crédit Agricole S.A.

La forte progression de la confiance dans le secteur de la construction contraste avec les dernières données de production du secteur. En effet, l'indice de confiance du secteur passe de 159,4 à 162,5 en juin, grâce à une amélioration de la composante de construction de bâtiment, tandis que les travaux d'ingénierie civile et spécialisée reculent. Le secteur semble également bénéficier d'un ralentissement des coûts de production, dont le rythme de croissance passe d'une moyenne de 5% entre janvier et février à 0,3% en juin. Cependant, la production dans la construction s'est contractée de 3,8% en avril, après deux mois de stagnation, ce qui laisse un acquis négatif de 3,7% pour le deuxième trimestre.

**Notre opinion** – Les indicateurs continuent de mettre en évidence des tendances contradictoires. Les perspectives des ménages s'améliorent grâce à un ralentissement de l'inflation, tandis que le secteur manufacturier voit son horizon s'obscurcir en raison de perspectives de demande à la baisse, tant sur le marché domestique qu'à l'étranger, malgré des pressions moins fortes sur les conditions d'offre. Ce ralentissement pourrait également toucher le secteur de la construction, qui a été l'un des principaux moteurs de la reprise au cours des deux dernières années, et sur lequel on attend l'impact du retrait des incitations fiscales. Cependant, une lueur d'espoir pourrait provenir du secteur des services, qui, malgré des enquêtes de confiance peu optimistes, prévoit des pressions moindres sur les prix et des carnets de commande moins sous pression.

### Espagne : le rattrapage des bas salaires

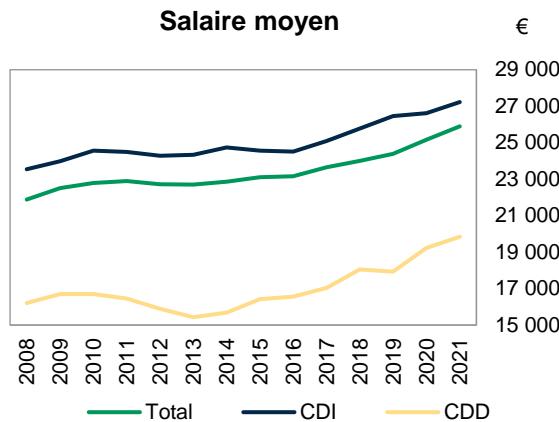
L'Institut national de la statistique (INE) a publié son enquête annuelle sur la structure des salaires de l'année 2021, qui montre la situation des salaires en Espagne et fait une radiographie du marché du travail. L'enquête indique que le salaire annuel moyen par travailleur était de 25 896 euros en 2021, ce qui représente une augmentation de 2,9% par

rapport à 2020. Cependant, le salaire médian (soit celui qui sépare la distribution en deux parties d'effectifs (le nombre de travailleurs) égaux) et le salaire modal (celui qui a la fréquence la plus élevée) sont très différents : le premier s'affiche à 21 638 € en 2021 et le deuxième s'élève à 18 503 €. La différence entre les revenus annuels moyens des

hommes (28 388 €, +2,7%) et des femmes (23 175 €, +3,2%) est toujours très importante et 25% des femmes ont un salaire annuel inférieur ou égal au salaire minimum interprofessionnel (SMI) en 2021, contre 10,7% des hommes.

Si on regarde le pourcentage de travailleurs qui reçoivent le SMI, 64,37% des Espagnols touchent au maximum deux fois le SMI, soit 26 740 € par an et 17,53 % des travailleurs (près d'un Espagnol sur cinq) ont reçu au maximum le SMI. Le secteur de la fourniture d'électricité, de gaz, de vapeur et d'air conditionné est celui où le salaire moyen est le plus élevé (52 985 €, soit 104,6% de plus que la moyenne nationale). En revanche, le secteur le moins bien rémunéré est celui de l'hébergement et des activités de services administratifs et de soutien, avec respectivement 14 632 € et 18 118 € (43,5% et 30% de moins que la moyenne). Autrement dit, entre le secteur où le salaire est le plus élevé et celui où il est le plus bas, il y a une différence de près de

40 000€ par an. Le salaire annuel moyen des travailleurs à temps partiel était inférieur de 59,4% à celui des travailleurs à temps plein.



Source : INE, Crédit Agricole S.A.

**Notre opinion** – Si l'on prend en compte les augmentations du salaire minimum de 2019 à 2021, on arrive à une augmentation totale de 31%, un chiffre qui a contribué à réduire l'écart salarial. Les salaires les plus bas augmentent plus que les hauts et moyens salaires, et par conséquent l'indice d'inégalité (Gini) a atteint son niveau le plus bas depuis 2009. Selon l'enquête, 33,1% des travailleurs percevaient en 2021 un salaire inférieur à 2/3 du salaire moyen (qui serait actuellement de 17 092 € par an). C'est 0,4% de moins qu'en 2020 et cela fait trois années consécutives que ce chiffre est en baisse. De même, les 10% de travailleurs les moins bien payés gagnent en moyenne 10 192 € en 2021. Ce chiffre est atteint grâce aux augmentations des deux dernières années, puisqu'en 2019, ces travailleurs gagnaient pratiquement le même salaire qu'en 2008, environ 8 900 € par an.

## États-Unis

### ☞ États-Unis : la croissance du premier trimestre de nouveau révisée à la hausse

La croissance du PIB réel pour le deuxième trimestre a de nouveau été révisée à la hausse à 2% (rythme trimestriel annualisé ou 0,5% non annualisé) en troisième estimation par le BEA (*Bureau of Economic Analysis*), contre 1,3% en deuxième estimation et 1,1% lors de l'estimation préliminaire. Cette révision est due à des révisions à la hausse des exportations et de la consommation des ménages, partiellement compensées par des révisions à la baisse de l'investissement fixe non résidentiel et des dépenses du gouvernement fédéral. Les importations ont également été révisées à la baisse, pesant ainsi moins sur la croissance.

La consommation des ménages demeure le plus fort contributeur à la croissance du PIB avec une progression de 4,2% sur le trimestre (en rythme annualisé) et une contribution de 2,8 points de pourcentage. Les dépenses en marchandises progressent pour la première fois après quatre trimestres de contraction avec un rebond de 6% annualisé sur le trimestre, tiré par les dépenses en biens durables (+16,3% ann.). Les dépenses en biens non durables continuent de progresser très légèrement (+0,5% ann.) tandis que les dépenses en services accélèrent (+3,2% ann.). Le solde extérieur contribue à la marge à la croissance avec une contribution de 0,6 point de pourcentage grâce à une progression des exportations (7,8% ann.) plus forte que celle des importations (2% ann.). Les dépenses publiques de consommation et d'investissement ont apporté une légère contribution positive (0,8 pp ann.). L'investissement fixe non résidentiel privé a apporté une contribution quasi nulle (+0,1 pp ann.), ayant progressé de 0,6% (annualisé) sur le trimestre après 4% (ann.) le trimestre précédent. L'investissement résidentiel privé s'est quant à lui contracté (-4% ann.) pour le huitième trimestre d'affilée (soit une chute cumulée de 22% entre le premier trimestre 2021 et le premier trimestre 2023).

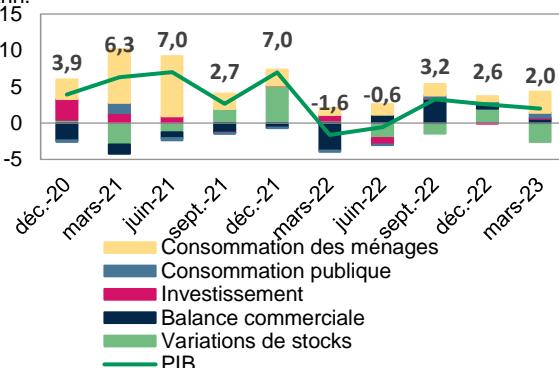
Enfin, les variations de stocks ont été le principal frein à la croissance du premier trimestre avec une contribution de -2,1 pp.

L'économie américaine ralentit légèrement par rapport au quatrième trimestre 2022 lorsque le PIB a crû de 2,6%. Cette décélération reflète le fort mouvement de déstockage et le ralentissement de l'investissement fixe non résidentiel privé.

La situation financière des ménages s'améliore avec une hausse de 8,5% du revenu disponible réel sur le trimestre, après un rebond de 2,5% le trimestre précédent. Le taux de croissance sur un an du revenu disponible réel est redevenu positif (2,9%) après sept trimestres consécutifs de baisses du pouvoir d'achat. Le taux d'épargne progresse également à 4,3% après 3,4% au quatrième trimestre.

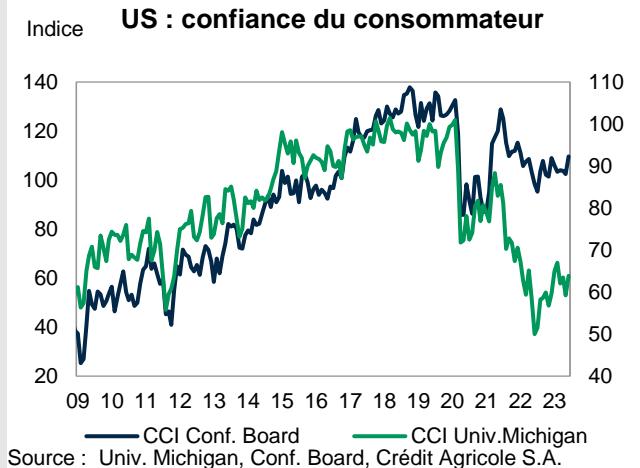
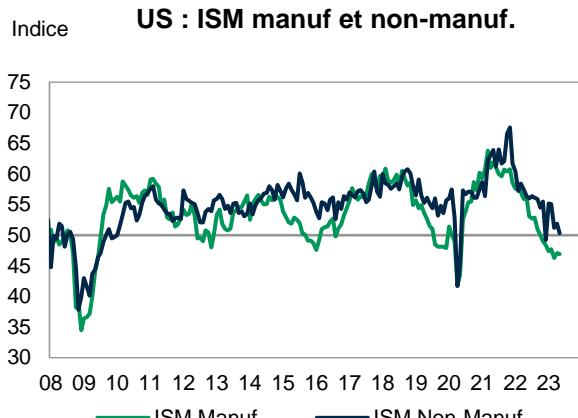
En revanche, les bénéfices des entreprises chutent fortement pour le deuxième trimestre consécutif : -22,4% pour les entreprises non-financières après -12,9% au quatrième trimestre.

**US : contributions à la croissance**



Source : BEA, Crédit Agricole S.A.

**☒ Notre opinion** – La consommation des ménages devrait rester le principal moteur de la croissance américaine dans les prochains mois grâce à la vigueur du marché du travail, leur situation financière saine et la fin de la crise du pouvoir d'achat, dont témoigne une croissance redevenue positive du revenu réel disponible. Si l'inflation demeure le principal risque, car elle peut encore surprendre à la hausse, le marché du travail pourrait se montrer plus résilient qu'attendu permettant aux dépenses de consommation de rester élevées. Nous anticipons un léger ralentissement au deuxième trimestre (à 1,8% annualisé selon notre prévision actuelle), dû essentiellement à une baisse anticipée de l'investissement fixe privé, suivi par une légère contraction du PIB aux troisième et quatrième trimestres 2023. Tout d'abord, l'investissement résidentiel devrait continuer de se contracter en raison du niveau élevé des taux hypothécaires. Ensuite, l'investissement non résidentiel, qui a déjà fortement ralenti, devrait reculer également, freiné par la baisse des bénéfices, les hausses de taux agressives de la Fed et le durcissement des conditions d'octroi de crédit. Les enquêtes auprès des entreprises se sont détériorées, notamment l'indice ISM manufacturier qui se situe en zone de contraction pour le septième mois consécutif mais aussi l'indice ISM des services qui à 50,3 en mai se situe tout juste au-dessus de la frontière entre la zone de contraction et la zone d'expansion.



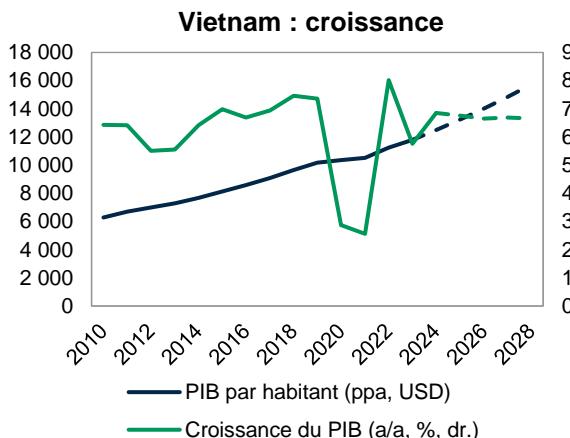
## Pays émergents

### ☞ Le Vietnam : grand gagnant de la bataille des relocalisations ?

En 2022, la croissance vietnamienne a dépassé les 8%. Bien sûr, le pays a bénéficié d'un effet rattrapage, après deux années marquées par les restrictions Covid. Paradoxalement, le Vietnam avait été plutôt épargné en 2020.

Salué pour sa gestion du Covid efficace, le pays avait certes dû fermer ses frontières et recourir à des mesures sanitaires strictes, mais était toutefois parvenu à dégager une croissance de près de 3%. En 2021 en revanche, les retards pris dans les campagnes de vaccination et la poursuite d'une stratégie zéro-Covid avaient pénalisé de nombreux secteurs, à commencer par celui du tourisme.

Relancé, le Vietnam a pleinement profité du super-cycle exportateur, en particulier dans l'électronique et peut toujours compter sur des flux d'IDE relativement stables (autour de 4,5% du PIB chaque année). Les prévisions du FMI pour les cinq prochaines années font ainsi état d'une croissance solide, autour de 6% par an. Un rythme toutefois en adéquation avec les défis du pays, notamment en matière d'intégration sur le marché du travail et d'infrastructures. Reste également à savoir si le Vietnam pourra toujours bénéficier d'une forte demande extérieure adressée, alors que le cycle exportateur mondial semble moins porteur.

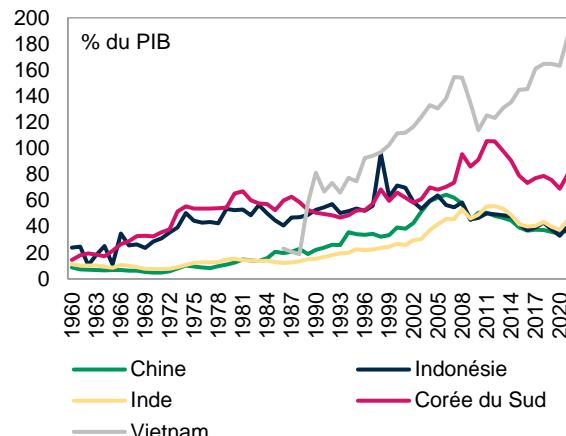


Sources : FMI, Crédit Agricole S.A./ECO

### Une insertion réussie dans les chaînes de valeur mondiales

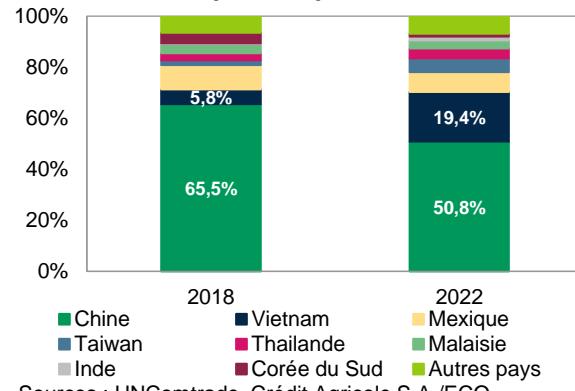
L'insertion du Vietnam dans le commerce international a été fulgurante. Les échanges (importations + exportations) ont atteint 190% du PIB en 2022, tandis que la part du Vietnam dans les exportations mondiales est passée de 0,6 à 1,9% entre 2012 et 2022. Le pays, peu doté en ressources naturelles, reproduit un modèle de croissance bien connu des pays asiatiques qui ont, pour la plupart, tous misés sur l'ouverture commerciale pour franchir les étapes du développement.

### Ouverture commerciale



Dans cette course très concurrentielle, le Vietnam a su naviguer dans les eaux troubles de la géopolitique et des tensions commerciales. Au départ positionné sur un secteur très intensif en main-d'œuvre, mais plutôt faible en valeur ajoutée, le textile, le pays a profité des tensions sino-américaines pour prendre sa place sur un segment plus porteur, celui de l'électronique.

### Importations américaines de téléphones portables



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

La progression du Vietnam dans ce secteur est fulgurante. Entre 2010 et 2022, la part de marché du pays dans les exportations de téléphones portables mondiales est passée de 0,6 à 12%. Le Vietnam est maintenant le deuxième pays exportateur de ce bien derrière la Chine. Fin 2022, Samsung produisait plus de la moitié de ses téléphones au Vietnam, et son stock d'IDE s'élevait à environ 20 Mds de dollars. Au-delà des simples chaînes d'assemblage, l'entreprise coréenne veut également faire du pays un centre de R&D.

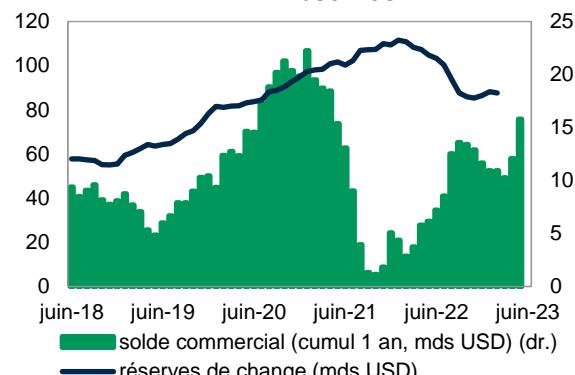
Par l'intermédiaire de Foxconn, Apple souhaite également renforcer sa présence dans le pays, notamment pour la production de ses ordinateurs. Il faut dire que les États-Unis ont joué un rôle de premier ordre dans le développement du commerce

extérieur vietnamien. Les importations américaines depuis le Vietnam ont presque triplé en cinq ans, passant de 50 Mds à 140 Mds de dollars, et sont largement portées par des biens jusqu'ici fournis par la Chine, comme les téléphones portables. La part de marché du Vietnam sur ce bien est ainsi passée de 5,6% à 19,4% entre 2018 et 2022.

En réalité tout s'est accéléré depuis la guerre commerciale sino-américaine. Malgré l'accord signé en 2020 par Donald Trump et Xi Jinping, le Vietnam a continué de profiter de la stratégie de diversification américaine, et de la sécurisation des chaînes de valeur considérées comme les plus stratégiques.

Le Vietnam ne fait pourtant pas vraiment partie de la « mondialisation des amis » telle qu'elle a été théorisée par les Américains, le pays restant un régime autoritaire dirigé par le parti unique communiste, mais sa relative neutralité en a fait un partenaire de choix pour les États-Unis comme les pays avancés d'Asie, Corée du Sud et Japon en tête. Et bien que l'Inde soit régulièrement mise en avant et reçoive une forte attention médiatique, le pays a pris un sérieux train d'avance dans la course à la relocalisation.

### Vietnam : balance commerciale et réserves



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

Malgré ces atouts, les défis pour l'économie restent cependant immenses. Le PIB par habitant en ppa a presque doublé en dix ans, mais le pays demeure classé parmi les économies à revenus intermédiaires bas par la Banque mondiale. Le Parti communiste s'est fixé pour objectif de devenir une économie à hauts revenus d'ici 2045. La route semble encore longue.

**Notre opinion** – Le Vietnam a tiré les leçons de l'histoire et reproduit un modèle de croissance qui avait déjà porté ses fruits, en Corée du Sud ou en Chine. En ouvrant son économie et en se positionnant comme une alternative à la Chine dans un contexte de tensions croissantes avec les États-Unis, le pari a plutôt été gagnant. Toutefois, le développement ne s'est pas fait sans contrepartie : positionné plutôt en aval des chaînes de valeur, le Vietnam a accru son déficit commercial face à la Chine (60 Mds de dollars en 2022), à mesure qu'il augmentait son excédent sur les États-Unis (95 Mds en 2022). Pris entre deux feux et toujours très dépendant des entreprises étrangères, qui assurent encore l'essentiel des exportations, le Vietnam doit donc manœuvrer afin de ne mécontenter ni son grand voisin fournisseur, ni son premier client.

Le Vietnam prend ainsi grand soin à garder une position neutre, même si les revendications de la Chine en mer de Chine l'inquiète. En multipliant les accords commerciaux, en Asie et ailleurs, le pays incarne là encore les valeurs toutes asiatiques de pragmatisme commercial, et croit encore que la mondialisation heureuse peut être la clé du développement.

## Amérique latine

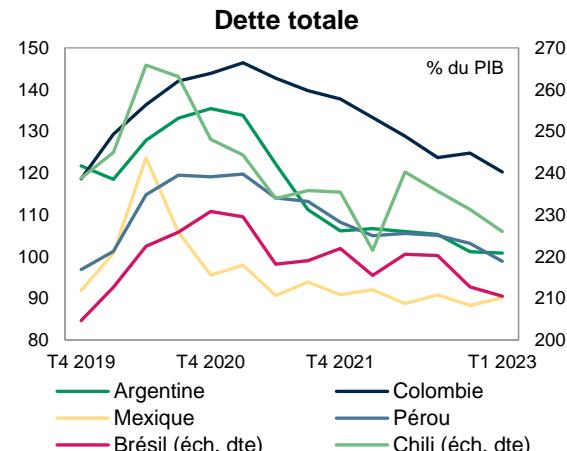
### 👉 Amérique latine – Dette : ne pas prendre le risque de « crier au loup »

La crise du Covid-19 s'est traduite par une hausse sensible de l'endettement mondial. Selon l'IIF<sup>1</sup>, à la fin du premier trimestre 2023, la dette mondiale (dette publique mais aussi dettes des entreprises financières, non financières et des ménages) atteint 305 000 milliards de dollars, soit une progression de 18% par rapport à son niveau pré-pandémie (quatrième trimestre 2019). Couplée à la hausse des taux d'intérêt, aux difficultés de quelques acteurs bancaires locaux (et insuffisamment régulés) aux États-Unis, au ralentissement de la croissance, cette progression a suscité (et suscite encore) de lourdes inquiétudes.

Qu'en est-il en Amérique latine<sup>2</sup>? Alimentée principalement par le choc sur la croissance (chute du PIB régional de -6,8% en 2020), le creusement des déficits publics primaires (à 5,5% du PIB en 2020) et un renchérissement de la dette en dollar, la dette publique s'est redressée jusqu'à culminer à 77% du PIB régional en 2020<sup>3</sup> alors que la dette totale atteignait 117% du PIB régional et 140% du PIB moyen des cinq plus grandes économies<sup>4</sup> (Argentine, Brésil, Chili, Colombie, Mexique).

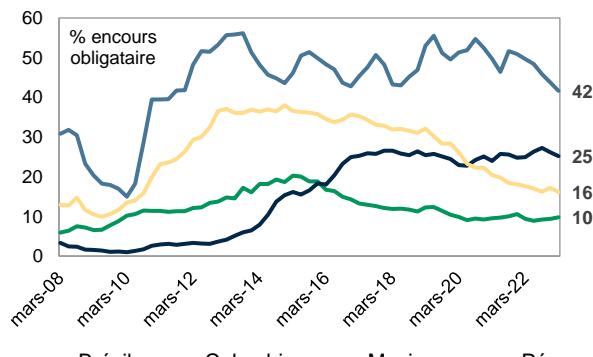
Une fois le pic passé, dès 2021, les dettes totales se sont toutes inscrites sur une trajectoire nettement descendante. Si ces tendances traversent toute la zone, les histoires nationales restent très spécifiques et dépendent, notamment, de la contre-offensive budgétaire, de son ampleur, de son efficacité à protéger le revenu des agents privés, du recours de ces derniers à l'endettement pour amortir le choc, recours d'autant plus aisément que le degré de bancarisation/financiarisation est élevé (ou, plutôt, n'est pas ridiculement faible). Les risques sont donc également spécifiques : localisés et moins massifs que ne le suggère la vue d'ensemble.

Une ligne de partage très claire sépare les pays peu endettés de ceux qui le sont plus lourdement : Brésil (210% du PIB) et Chili (226%) qui présentent peu de caractéristiques communes hormis la dette des ménages.



Sources : IIF (mai 2023), Crédit Agricole SA/ECO

### Dette publique locale détenue par les non-résidents



Sources : IIF (mai 2023), Crédit Agricole SA/ECO

Globalement, même si l'accès des ménages au crédit a été facilité durant la crise du Covid, faute d'une bancarisation suffisante, l'endettement des ménages latino-américains est faible. Seuls, le Chili (40,3% du PIB) et le Brésil (43,8% du PIB) présentent des ratios plus élevés. Par ailleurs, les dettes chilienne et brésilienne sont plus « lourdes » que le standard régional en raison, en particulier, de l'importance de l'endettement, au Chili, des sociétés non financières (notamment en dollar) et, au Brésil, de la dette publique. Deux fragilités connues qui méritent d'être surveillées mais ne doivent pas exagérément effrayer : il s'agit largement au Chili de la dette inter-entreprises (maison-mère et filiale) liée aux investissements directs étrangers et, au Brésil, cette dette publique certes élevée est domestique et détenue localement.

<sup>1</sup> Institute of International Finance, "Global Debt Monitor: Cracks in the Foundation", Mai 2023.

<sup>2</sup> On se concentre sur les plus « grands » pays (Brésil, Chili, Colombie, Mexique, Pérou). Le cas très singulier de l'Argentine (qui mériterait une longue étude !) n'est qu'évoqué.

<sup>3</sup> Source : FMI (World Economic Outlook Database), Avril 2023.

<sup>4</sup> Source : "Dealing with Debt: Less Risk for More Growth in Latin America and the Caribbean", Andrew Powell, Oscar Valencia, Inter-American Development Bank, Janvier 2023.

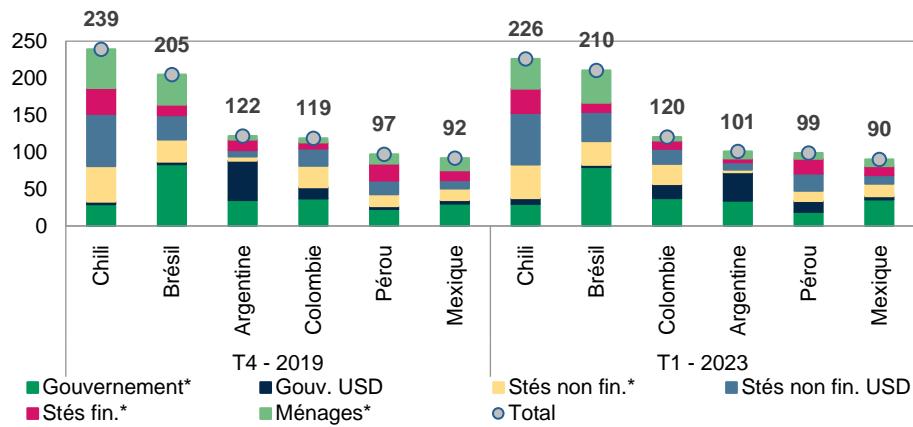
Au sein des pays moins lourdement endettés, le Mexique voit son ratio dette publique/PIB excéder de 5 points son niveau pré-crise : semi-paradoxe pour un des pays parmi les plus avares en termes de contre-offensive budgétaire durant la pandémie et finalement pénalisé par la lenteur de sa sortie de crise. Mais la dette publique reste modeste (40,3%) tout comme le sont l'endettement total (90,1% du PIB), la part de la dette en devises et la présence des investisseurs non-résidents sur le marché local.

Ces deux sources de fragilités, dette en dollar et appétit du reste du monde, sont en revanche très claires en Colombie et au Pérou. Ce dernier constitue encore une exception : la dette publique reste faible (34% du PIB) mais sa composition se déforme au profit du dollar (près de 45% de la dette publique soit 15% du PIB) et la part des non-résidents est en recul mais toujours élevée (42%). En Colombie, la dette publique est plus lourde (57%

du PIB), la part de la dette en devises substantielle (34% soit 19% du PIB) et les non-résidents sont largement représentés (25% de l'encours de dette obligataire publique en monnaie locale). Si l'accès à la dette en dollar a pu être perçu comme un « élément de standing », l'endettement en devises peut se révéler rapidement pathogène : l'Argentine où la dette publique (73% du PIB dont plus de la moitié en dollar) en atteste.

Ainsi, alors que l'accumulation de dettes laissait craindre de nouveaux risques, des corrections rapides ont été observées et la cartographie des fragilités les plus évidentes après la crise ne diffère pas sensiblement de celle qui prévalait avant la crise.

% du PIB      Amérique latine - Dette totale (monnaie locale\* et devise)



Sources : IIF (mai 2023), Crédit Agricole SA/ECO

## Moyen-Orient et Afrique du Nord

### Maghreb : les défis communs d'une région en mal d'intégration

Fort de 95 millions d'habitants, dont presque la moitié en Algérie, le Maghreb poursuit en 2023 son développement économique à un rythme assez modéré, comme dans les années 2010. La croissance du PIB va toutefois s'établir à 2,7% en moyenne en 2023 et devrait rester à ce niveau en 2024. Après des années économiques assez difficiles, en raison de la pandémie, de la volatilité du prix des hydrocarbures pour l'Algérie et des effets négatifs de la guerre en Ukraine sur les équilibres mondiaux, la région se redresse donc mais elle sera un peu moins tirée par la croissance du PIB de la zone euro qui devrait décélérer fortement à +0,6% en 2023. Elle restera toutefois soutenue par la progression démographique qui va s'établir à 1,2% cette année, en légère baisse par rapport à la moyenne des années 2010 (1,5%).

PAYS (2022)	Population (mios)	PIB (mds USD)	PIB / ha (USD, ppa)
Algérie	45,3	195	13 000
Maroc	36,7	134	8 300
Tunisie	12,4	46	12 600
<b>Total</b>	<b>94,4</b>	<b>375</b>	<b>11 300</b>

Source: ONU, FMI, Crédit agricole SA

Si les pays du Maghreb sont culturellement très proches, ils ne sont pas économiquement homogènes, puisque l'Algérie, pays producteur de pétrole et de gaz, se distingue par une économie fortement rentière et donc un niveau de richesse par habitant un peu supérieur à ses voisins.

En revanche, la région affronte un certain nombre de défis communs qui nécessitent des politiques économiques appropriées et réactives.

#### Réduire les déficits

Le premier défi est la difficulté à corriger ses déséquilibres macro-économiques, et notamment les déficits jumeaux : budgétaires et courants. Pour les trois pays d'Afrique du Nord, les déficits budgétaires restent encore trop élevés et les déficits courants également pour le Maroc et la Tunisie.

Le redressement du prix du pétrole en 2022 a favorisé le commerce extérieur algérien. L'Algérie a donc pu bénéficier d'un excédent courant et réduire sa dette publique l'année dernière. En revanche, l'énergie chère a pénalisé les balances commerciales du Maroc et de la Tunisie ce qui a entraîné des déficits et une hausse de l'endettement externe. S'il est peu menaçant pour le Maroc, car assez contenu, et très faible pour l'Algérie, il n'en est pas de même pour la Tunisie qui accumule des niveaux de surendettement externe et public préoccupants, et ce malgré l'aide des multilatéraux. Les plans FMI actifs au Maroc et en Tunisie ont permis de contenir la chute des réserves en devises. L'aide du Fonds a aussi été nécessaire pour éviter une dépréciation monétaire qui aurait provoqué une plus forte inflation importée. Le cours du

dirham marocain est donc resté dans son régime de change fixe au panier euro-dollar et le dinar tunisien est resté assez stable par rapport à l'euro (-4,7% en 2023). En Algérie, favorisé par la conjoncture pétrolière, le dinar s'est légèrement apprécié par rapport au dollar au cours de l'année 2022.

#### Les différents secteurs face aux dérèglements climatiques

Depuis quelques années, l'agriculture en Afrique du Nord est confrontée au défi du réchauffement climatique et à la succession d'années de sécheresse. Le déficit de pluviométrie de plus en plus fréquent affecte les productions agricoles locales. Il accentue la volatilité des productions agricoles au Maroc, pays encore très rural, avec un impact très élevé sur l'activité et les déficits. Mais il se fait aussi sentir en Tunisie et en Algérie. Gestion adéquate des retenues d'eau, évolution des systèmes d'irrigation, création d'usines de désalinisation pour les besoins domestiques, la question de la gestion de l'eau devient centrale non seulement pour l'agriculture, secteur le plus consommateur, mais aussi pour l'industrie et les usages domestiques. Compte tenu des évolutions climatiques, les investissements vont devoir progresser dans le futur.

#### La lutte contre l'inflation.

Un des défis actuels communs de la région est aussi de faire rapidement diminuer l'inflation qui devrait s'établir à 7,3% en moyenne en 2023 après une année 2022 déjà peu favorable à 8,5%. Le Maroc et la Tunisie semblent avoir atteint leur pic d'inflation en février dernier, puisqu'elle décélère depuis mars. L'Algérie a connu cet épisode un peu plus tôt, mi-2022. L'arme des taux d'intérêt est utilisée avec parcimonie dans la région pour ne pas affecter l'activité. Les politiques monétaires en vigueur sont toutes très accommodantes avec des taux d'intérêt réels parfois fortement négatifs.

La hausse des prix de l'alimentation est très élevée et assez proche, en moyenne de 12,2% en 2022. Le coût des transports a aussi augmenté de 9% en moyenne (mais un peu plus au Maroc à 12%).

PAYS (2023)	PIB (a/a, %)	inflation (%)	solde courant (% PIB)	solde budgét. (% PIB)
Algérie	2,9	7,9	2,4	- 6,4
Maroc	2,7	5,8	- 3,5	- 5,0
Tunisie	1,7	9,1	- 6,9	- 6,7
<b>Moyenne</b>	<b>2,7</b>	<b>7,3</b>	<b>- 0,8</b>	<b>- 5,9</b>

Source: EIU, FMI, Crédit agricole SA

#### Faire baisser le chômage

Pour les trois pays du Maghreb, il ne faut pas non plus sous-estimer les risques sociaux, car le niveau de chômage reste encore trop élevé : il est de 11,6% au

Maroc et de 15,2% en Tunisie fin 2022. L'Algérie ne publie plus de statistiques de chômage depuis 2019 où le taux s'établissait à 11,4% mais il ne devrait pas avoir sensiblement changé depuis cette date. Mais c'est surtout le chômage des jeunes qui préoccupe, puisqu'il est de pratiquement le double du taux de chômage moyen et qu'il frappe aussi les universitaires et les

diplômés. C'est un défi de longue date, qui ne trouve encore que peu de solutions actuellement en raison d'un déficit de grandes entreprises et de grosses PME employeuses de main-d'œuvre. La diversification de l'économie et le soutien à l'entreprise privée devient dès lors une urgence.

**☒ Notre opinion** –*Les trois pays du Maghreb bénéficient d'atouts communs indéniables comme un potentiel touristique riche et déjà bien exploité dans deux pays sur trois, une façade maritime attractive, une agriculture à potentiel malgré l'aléa climatique et une proximité de l'immense marché des consommateurs européens. Ils souffrent néanmoins de certaines vulnérabilités qui sont assez proches : d'une part, un manque de diversification économique qui les fragilise lorsque la ou les rentes sont affectées par une conjoncture défavorable et surtout une difficulté à développer les liens commerciaux et financiers intra-Maghreb (cf. [notre article paru le 31 mai 2023](#)). Il y a quelques années, le gouverneur de la Banque centrale de Tunisie estimait qu'un développement économique intégré de la région pourrait générer 1% à 2% de croissance supplémentaire du PIB par an pour chacun des pays, si un marché commun maghrébin, incluant coordination des politiques monétaires, droits de douane modérés et libre circulation des hommes et des capitaux voyait le jour. Pour l'instant, de profonds blocages politiques empêchent une meilleure intégration économique et financière à travers le Maghreb.*

## Europe centrale et orientale, Asie centrale

### Pologne : des priorités qui risquent de bousculer un équilibre déjà fragilisé !

La guerre en Ukraine n'a fait qu'amplifier la méfiance de la Pologne vis-à-vis de la Russie, qu'elle perçoit toujours comme une menace très forte pour sa sécurité. Bien avant le début de l'invasion, Varsovie a toujours exprimé sa crainte concernant sa sécurité vis-à-vis de la Russie en taxant l'aveuglement de l'Europe occidentale face à la puissance et aux ambitions russes. Avec cette pensée, qui habite non seulement les sphères du pouvoir, mais également l'élite intellectuelle et l'ensemble de la population, et également pour des raisons historiques, la sécurité a toujours été une des priorités polonaises et le budget des dépenses militaires est conforme avec les exigences de 2% du PIB de l'alliance de l'OTAN.

Face à ce conflit qui dure, et les tensions qui montent, le gouvernement polonais a décidé de doubler ses dépenses militaires qui devraient passer de 2,2% du PIB en 2022 à environ 4% en 2024. Un doublement qui est lourd de conséquences sur plusieurs plans : sur les orientations économiques du pays mais aussi sur les effets qu'une telle décision pourrait produire sur les mentalités dans la société.

L'effet le plus immédiat est celui qui se traduit directement par l'aggravation du déficit budgétaire. Celui-ci devrait passer de 3,2% en 2022 à plus de 5% en 2023 pour très légèrement décroître en 2024. Les dépenses militaires ne sont pas la seule raison expliquant le creusement du déficit. Rappelons que les mesures de soutien au pouvoir d'achat pèsent également lourdement dans le budget (un peu moins de 2% du PIB). La suppression de la TVA sur certains produits alimentaires et le soutien aux prix de l'énergie font partie des principales mesures qui ont été prolongées et continuent donc à alléger la facture pour les ménages et les industriels.

Le taux d'inflation en 2022 s'élevait à 14,3%, il devrait rester autour de 11,8% en 2023. La hausse des prix a été principalement tirée dans une première phase par les prix de l'énergie et les prix alimentaires. Depuis, la fin de l'année 2022, la hausse des salaires (12%) alimente également l'inflation et cela pourrait s'installer dans la durée, bien que les salaires réels continuent de diminuer en raison d'une moindre hausse par rapport à la hausse des prix.

Un autre effet en lien avec les hausses de dépenses militaires est à chercher dans l'affectation même du budget. En investissant sur les dépenses militaires, la Pologne fera des arbitrages ailleurs. Cela génère une inquiétude concernant les capacités que la Pologne mettra en œuvre pour mener à bien la réalisation de la transition écologique. Tout d'abord le pays est encore très fortement dépendant des énergies fossiles avec un volet charbon très conséquent. Alors que le gouvernement essaie de

supprimer sa dépendance aux importations de la Russie, il n'a pas eu d'autre choix que de se fournir plus cher ailleurs mais aussi de mettre sur la table de nouvelles lignes de subventions sur l'industrie du charbon alors que l'Europe entière essaie de se sortir de cette exploitation. Le signal a été assez mal perçu dans le sens où le gouvernement ne fait pas vraiment une priorité de sortir du charbon mais plutôt de satisfaire au moindre coût les besoins énergétiques du pays. Dans un contexte où les conditions de financement sont de plus en resserrées, et où l'enveloppe du plan de relance dédiée en grande partie aux investissements de la transition énergétique et à la digitalisation reste toujours bloquée dans les tiroirs de l'UE, il sera très difficile pour la Pologne d'investir massivement et à grande échelle sur la transformation de ses ressources d'énergie. Tout retard dans ce domaine, provoquera des retards industriels et d'innovation au risque même d'exclure certaines industries des marchés faute d'utiliser des énergies plus propres. La question de la réussite de la transition énergétique en Pologne est très étroitement liée à celle de son modèle de développement qui se trouve dans un palier plat, et où sans innovation et valeur ajoutée cela risque de lui faire louper le train en marche. Certes, la Pologne est la plus grande économie d'Europe centrale avec un marché intérieur de 38 millions d'habitants et une assez belle diversification de son économie mais rappelons aussi que les exportations représentent la moitié de son PIB et que ses principaux partenaires sont les pays développés de l'Europe (France, Italie, Allemagne représentent 40% du total des exportations). Ces partenaires commencent à définir de nouvelles exigences industrielles (même sur les transports) en termes d'émissions de CO<sub>2</sub> et de plus en plus de réglementations sont attendues sur la question. Pour rester compétitive, la Pologne a donc besoin d'investir massivement et même plus que d'autres pays en raison de sa structure actuelle encore très dépendante au charbon. Le point majeur de blocage des fonds de relance, qui pour la Pologne représentent une enveloppe de plus de 35 milliards de dollars, c'est le recul de l'État de droit lié à la politique menée par le gouvernement Droit et Justice (PiS) au pouvoir depuis 2015. Les institutions européennes ont conditionné le versement de ces fonds à la présentation d'un plan détaillé par chaque pays – ce que la Pologne a fait dans les temps – et au respect de la règle du droit européen, et là ça coince. Il est peu probable que la situation se débloque cette année bien que la Pologne ait le vent en poupe en ce moment grâce à sa précieuse aide vis-à-vis de l'Ukraine. L'issue des élections législatives de novembre pourraient être un point de bascule, mais la Commission européenne est déterminée à faire appliquer son mécanisme de

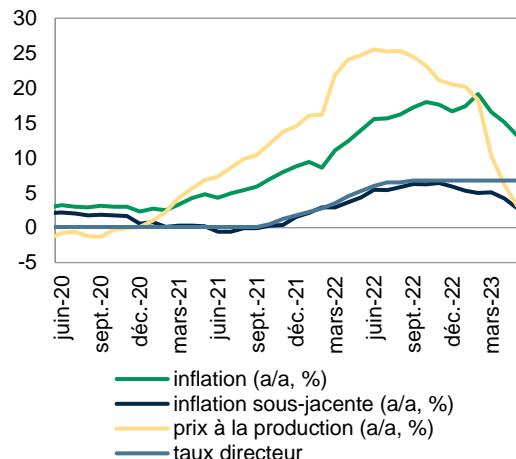
respect de l'État de droit avec rigueur. Aussi bien la Pologne que la Hongrie sur cette question risquent gros à la fois en termes de financement, mais aussi de crédibilité vis-à-vis des électeurs et surtout en termes d'orientation d'avenir à donner à leur pays.

Le timing de la réalisation des investissements relatifs à la transition écologique coïncide également avec celui du vieillissement démographique en Pologne, qui impliquera certainement d'autres mesures budgétaires et d'autres réformes. Pour l'instant, le pays bénéficie d'une main-d'œuvre assez qualifiée renforcée également par les réfugiés ukrainiens. À partir de 2030, la population active diminuera tout en augmentant la proportion des personnes âgées avec les implications financières qui en découlent.

Enfin et pour conclure, un pays dont les structures institutionnelles et administratives militaires (et sécuritaires plus globalement) se renforcent sensiblement, et par conséquent au détriment d'autres domaines – comme par exemple la culture, l'éducation, la santé – finit par changer les mentalités des citoyens avec un risque de préparer la guerre ou lieu de l'éviter. Le temps et l'histoire montreront pour l'ensemble des pays européens l'issue de cette

rapide militarisation, bien que certainement nécessaire. Une chose est sûre, c'est que la transition écologique au niveau mondial ne pourra guère se faire dans de telles conditions de tensions et de non coopération.

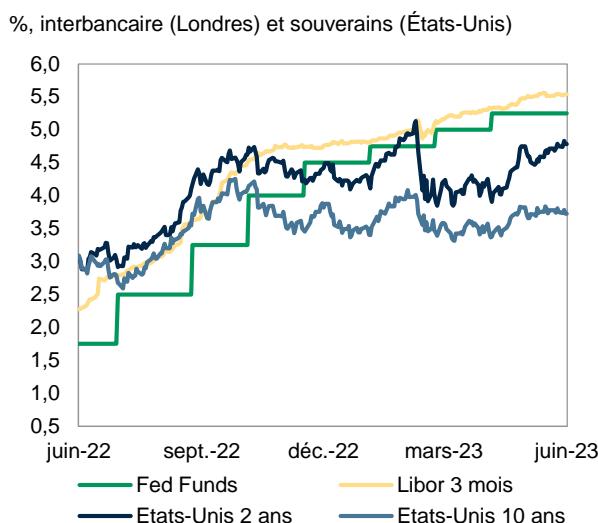
### Pologne : inflation



Sources : Crédit Agricole S.A/ECO

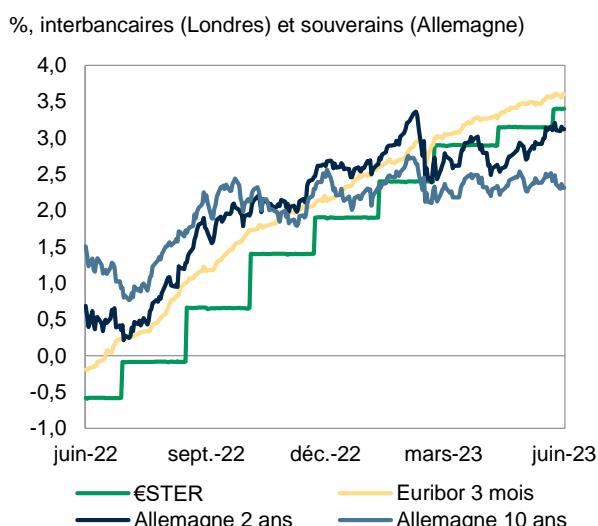
## Tendances à suivre

### Taux d'intérêt en dollar américain



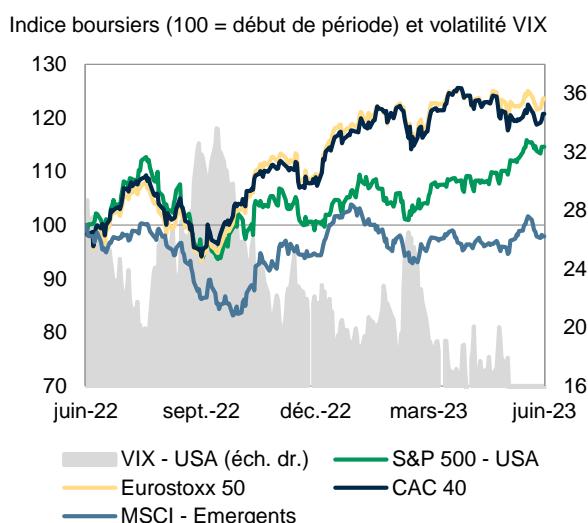
Source : Thomson Reuters

### Taux d'intérêt en euro



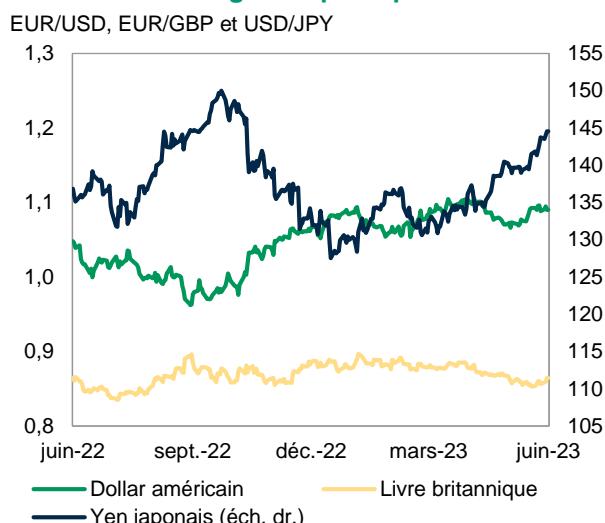
Source : Thomson Reuters

### Marché actions



Source : Thomson Reuters

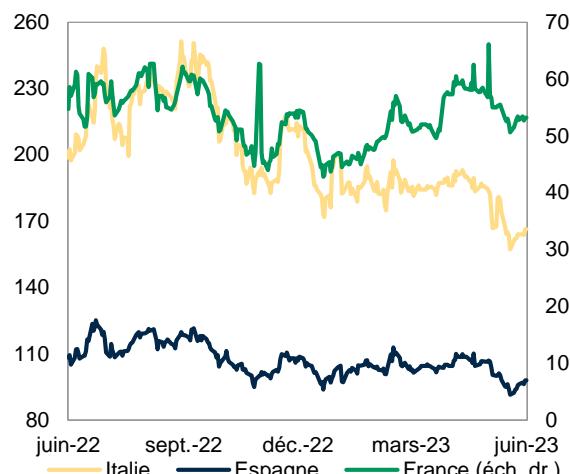
### Taux de change des principales devises



Source : Thomson Reuters

### Spreads souverains européens avec le Bund

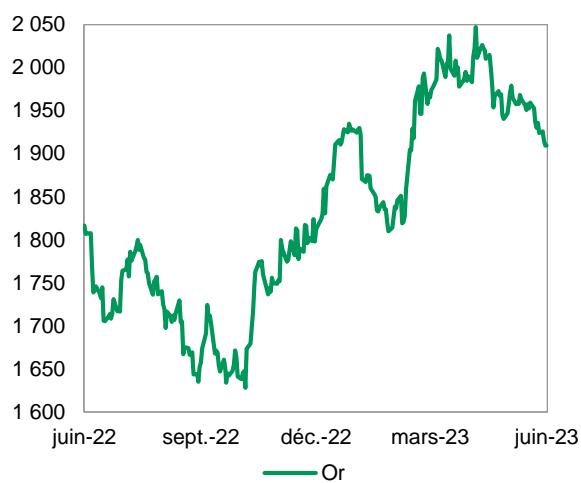
Pdb, dette en EUR à dix ans



Source : Thomson Reuters

### Cours de l'once d'or

USD/Once troy (Londres)



Source : Thomson Reuters

### Spreads souverains émergents avec le T-Bond

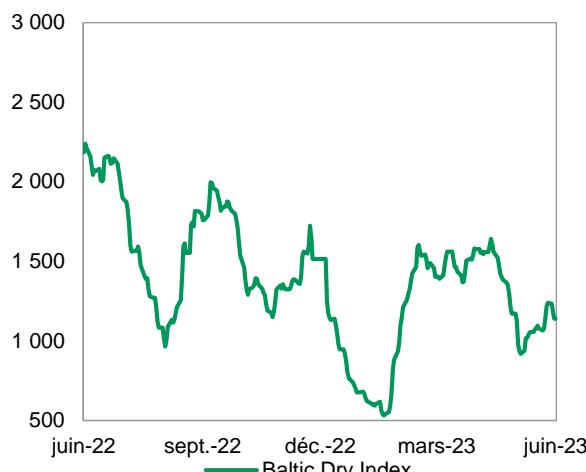
Indices EMBI+ (pdb, dette en USD de plus d'un an)



Source : JP Morgan

### Coût du transport maritime de vrac sec

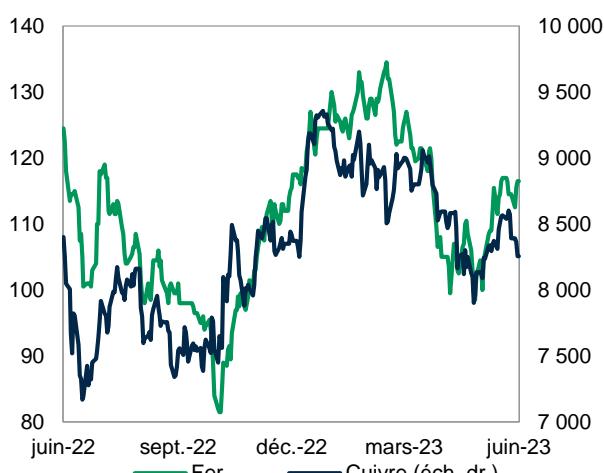
Baltic Dry Index (USD/point)



Source : Baltic Exchange

### Cours des métaux

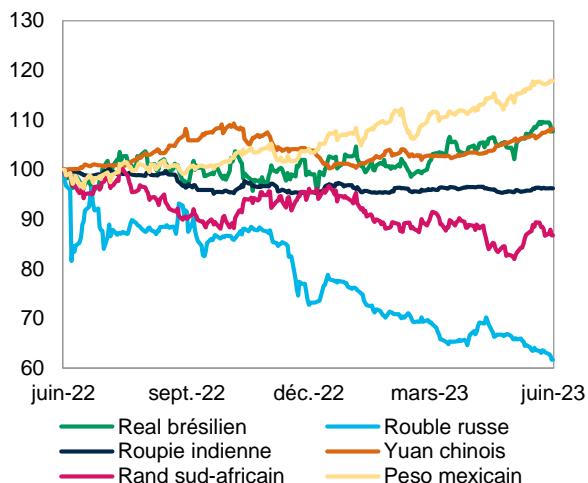
USD/tonne métrique



Sources : Steel Home, London Metal Exchange

### Devises émergentes

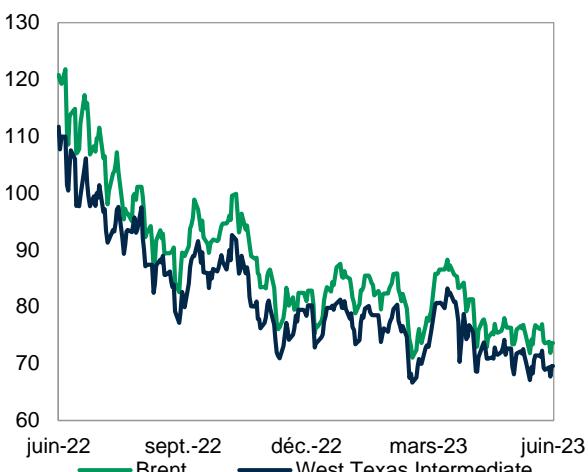
/USD (indice 100 = début de période)



Source : Thomson Reuters

### Cours du baril de pétrole brut en USD

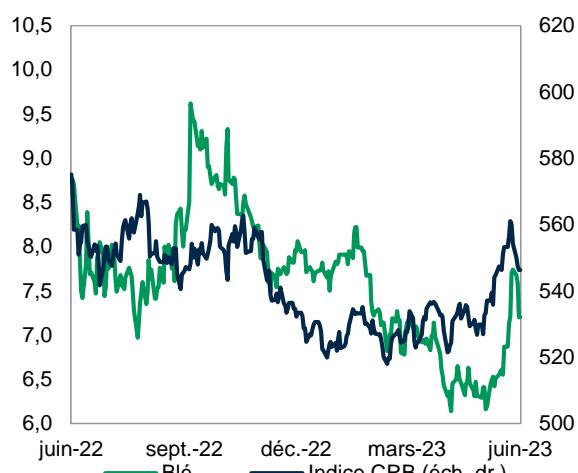
Brent (mer du Nord) et WTI (golfe du Mexique)



Source : Thomson Reuters

### Agriculture

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



Sources : USDA, CRB

Consultez nos dernières parutions en accès libre sur Internet :



### Monde – Scénario macro-économique 2023-2024 – Juin 2023

[Une "normalisation" laborieuse](#)

Date	Titre	Thème
29/06/2023	<a href="#">Arabie saoudite - Chine – Des relations commerciales et politiques qui s'intensifient</a>	Arabie saoudite, Chine
28/06/2023	<a href="#">Europe – Le financement de la reconstruction de l'Ukraine au miroir du plan de relance européen</a>	Europe
27/06/2023	<a href="#">Le combat collaboratif, enjeu de la compétition des industries de défense européenne et américaine</a>	Sectoriel
26/06/2023	<a href="#">Parole de banques centrales – La BoE appuie de nouveau sur l'accélérateur sur fond de persistance de l'inflation</a>	BOE
23/06/2023	<a href="#">Monde – L'actualité de la semaine</a>	Monde
22/06/2023	<a href="#">Chine : quelle réaction face au ralentissement de la croissance ?</a>	Chine
21/06/2023	<a href="#">Royaume-Uni – Le marché du travail met la BoE au défi de poursuivre le resserrement</a>	Royaume-Uni
20/06/2023	<a href="#">Zone euro – Une hausse de la production industrielle en trompe l'œil</a>	Zone euro
19/06/2023	<a href="#">Parole de banques centrales – BCE : pas encore arrivée à destination</a>	Zone euro
19/06/2023	<a href="#">France – Immobilier résidentiel : correction assez nette du marché en 2023</a>	Immobilier résidentiel
16/06/2023	<a href="#">Monde – L'actualité de la semaine</a>	Monde
15/06/2023	<a href="#">News géoéconomiques</a>	Géoéconomie
15/06/2023	<a href="#">Otan : une réunion à haut risque, en juillet</a>	Géopolitique
14/06/2023	<a href="#">Moyen-Orient &amp; Afrique du Nord – Les pays producteurs de pétrole profitent de la bonne conjoncture pour se désendettter</a>	Moyen-Orient – Afrique du Nord
14/06/2023	<a href="#">France – Réindustrialiser, un enjeu pour la croissance et la souveraineté de l'économie française</a>	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 :** Pierre BENADJAOUD, Ticiano BRUNELLO, Olivier ELUERE,

Paola MONPERRUS-VERONI (coordination zone euro), Sofia TOZY, Philippe VILAS-BOAS

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

**Europe centrale et orientale, Asie centrale, géo-économie :** Tania SOLLOGOUB (coordination pays émergents),

Ada ZAN, Mathilde DERAMBURE

**Asie :** Sophie WIEVORKA

**Amérique latine :** Catherine LEBOUGRE (coordination scénario), César MEZHER

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

**Afrique sub-saharienne :** Ayathassen BENSAID

**Documentation :** Elisabeth SERREAU

**Statistiques :** DATALAB ECO

**Réalisation et Secrétariat de rédaction :** Véronique CHAMPION

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