

Perspectives

Hebdomadaire – N°23/202 – 7 juillet 2023

MONDE – L'actualité de la semaine

⇒ Une politique monétaire plus mordante sur la croissance ?	2
⇒ Espagne : la demande étrangère soutient la croissance	3
⇒ Syrie : un pays ruiné par douze années de guerre civile	4
⇒ Zambie : l'accord de restructuration tant attendu a enfin été trouvé	5

☞ Une politique monétaire plus mordante sur la croissance ?

L'attention des marchés financiers mondiaux s'est principalement portée sur les quelques données macro-économiques disponibles cette semaine et qui confirment dans l'ensemble un affaiblissement plus marqué de l'activité. Le processus désinflationniste semble en bonne voie des deux côtés de l'Atlantique, déplaçant dorénavant les craintes des investisseurs vers un ralentissement voire une récession plus sévère qu'attendu. De surcroît, les frictions commerciales et stratégiques entre les États-Unis et la Chine se sont intensifiées, notamment sur les métaux et les semi-conducteurs, avec une évidence : le point d'orgue n'est pas encore atteint et de multiples rebondissements surviendront.

L'indice PMI manufacturier américain a chuté pour le huitième mois consécutif en juin pour atteindre 46 points, contre 46,9 points le mois précédent, soit son plus bas niveau depuis mai 2020. Si les prix en sortie d'usine ont continué de baisser, certaines entreprises ont néanmoins été contraintes de licencier faute d'activité suffisante, d'après l'enquête. L'indice PMI des services s'est en revanche redressé en juin (à 53,9 points contre 50,3 points) porté par les nouvelles commandes, tandis que le prix des intrants est également tombé à son plus bas niveau depuis trois ans. Les données sur l'emploi affichent dorénavant un moindre dynamisme. Les nouvelles inscriptions hebdomadaires au chômage ont augmenté modérément (+12 000) pour atteindre 248 000 demandes. Le nombre d'emplois non agricoles a progressé de 209 000 et celui du secteur privé de 149 000 en juin, tous deux à des rythmes inférieurs aux attentes. Les hausses de taux d'intérêt réalisées par la Réserve fédérale agissent avec retard sur le freinage de l'activité, rendant le pilotage d'une récession « volontaire » très délicat. Le procès-verbal de la dernière réunion de la Fed a confirmé qu'une très grande majorité des responsables était favorable à une pause dans le processus de relèvement des taux en juin, afin d'évaluer les progrès de leur politique monétaire sur l'inflation et ses effets sur la croissance. Néanmoins, les projections présentées ont indiqué que 16 des 18 membres du « Board » anticipaient encore au moins une hausse des taux d'un quart de point d'ici la fin de l'année. Les progrès réalisés pour ramener l'inflation à la cible de 2% étant encore insuffisants et l'évolution des salaires dans les services susceptibles de nuire à la maîtrise de l'inflation, en raison des tensions résiduelles sur le marché du travail.

En zone euro, l'indice d'activité composite des directeurs d'achat est descendu à 49,9 points en juin, après 52,8 points en mai, traduisant le passage de la zone euro en contraction de l'activité. La perte de dynamisme s'observe dans les principaux pays de la zone avec comme caractéristiques un recul

prononcé des activités industrielles et un ralentissement des services auxquels s'ajoutent une baisse des nouvelles commandes, une moindre hausse du prix des intrants et une baisse des anticipations de production pour les mois à venir. Ce constat suggère que la politique monétaire restrictive de la BCE opère plus visiblement dans les économies de la zone ; la hausse des coûts d'emprunt freinant plus significativement la croissance en comprimant la demande.

En Chine, l'indice PMI des services (Caixan/S&P Global) est tombé à 53,9 points en juin, son plus bas niveau depuis cinq mois, concrétisant un peu plus l'essoufflement de la deuxième économie mondiale. Par ailleurs, le bras de fer commercial avec les États-Unis s'est durci après la décision cette semaine par Pékin de mettre en place un contrôle des exportations à partir du 1^{er} août sur des métaux rares comme le gallium ou le germanium, essentiels dans certaines industries technologiques de pointe et la transition énergétique. Une mesure qui vise officiellement à préserver la sécurité nationale, l'usage de ces matériaux s'étendant communément aux dispositifs de vision nocturne, d'imagerie satellite, aux radars et autres appareils de communication radio. Cette nouvelle restriction fait écho à la décision des États-Unis et des Pays-Bas de limiter leurs ventes d'équipements de fabrication de puces à grande vitesse à la Chine, mais aussi à l'interception et à la destruction quelques mois auparavant d'un ballon chinois au-dessus du territoire aérien américain. Toutefois, si la détermination de chacun des deux camps à défendre sa sécurité nationale est évidente, le risque de découplage des économies reste néanmoins pour l'instant limité, aucune des parties ne se risquant à un nouveau choc sur les chaînes d'approvisionnement car tout le monde serait perdant.

Dans ce contexte, les marchés actions mondiaux ont manifesté davantage d'aversion au risque. Les indices Eurostoxx 50 et S&P500 ont ainsi respectivement perdu 3,9% et 0,9% cette semaine. Sur les marchés obligataires, l'inversion de la courbe des rendements souverains s'est quelque peu atténuée, après avoir atteint un pic en tout début de semaine. La prime de risque française face au Bund est restée stable, tandis que les primes espagnole et italienne se sont écartées de 6 points de base. En parallèle, la devise européenne s'est dépréciée face au dollar après la publication des *minutes* de la Fed confirmant la poursuite de la politique restrictive de la Réserve fédérale. Enfin, le prix du baril de pétrole en mer du Nord a gagné 2,5% sur fond de réduction de l'offre annoncée par l'Arabie saoudite et la Russie pour le mois d'août.

Zone euro

☞ Espagne : la demande étrangère soutient la croissance

L'INE a révisé légèrement à la hausse la croissance du PIB au T1 2023, à 0,6 % en rythme trimestriel, soit 0,1 point de pourcentage (pp) au-dessus de ce qui avait été initialement estimé. Cette amélioration provient exclusivement des importations, dont la croissance est revue à la baisse, augmentant ainsi la contribution de la demande extérieure à la croissance du PIB. Et c'est le secteur extérieur qui joue un rôle-clé, compte tenu de l'atonie de la demande intérieure, en proie à l'impact de l'inflation et du resserrement des conditions financières.

En effet, la demande domestique est en baisse depuis deux trimestres. Entre le T4 2022 et le T1 2023, elle cumule une baisse de plus de 1,5% en termes réels. Mais cette baisse a été plus que compensée par le dynamisme des exportations de biens et services, qui ont augmenté de 10,2% sur un an au T1 2023. La bonne évolution du secteur extérieur se reflète également dans le compte courant, qui est resté positif l'an dernier malgré la forte hausse des importations d'énergie : à 0,6% du PIB en 2022 le solde courant espagnol a enregistré une des plus faibles baisses (inférieure à 1 point) parmi tous les pays développés. En Allemagne, en France et en Italie, par exemple, la baisse du solde courant a été d'environ 4 pp.

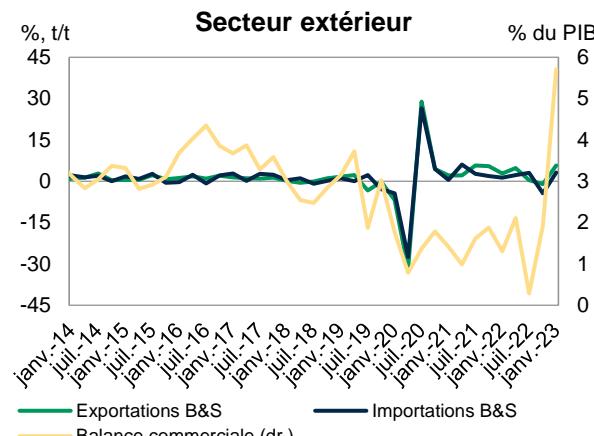
Si l'on analyse un peu plus en détail l'évolution des importations, on constate que les achats à l'étranger de produits énergétiques ont sensiblement augmenté. Le déficit du solde énergétique est passé de 27,8 Mds€ en 2021 à 56,5 Mds€ en 2022. En termes de PIB, le niveau de 2022 (4,3%) n'a pas dépassé celui de 2012 (4,5%). Cela est dû en partie à l'hiver plus doux que d'habitude, mais aussi aux efforts de réduction de la consommation d'énergie. L'amélioration du *mix* de production énergétique est évidente, grâce à la montée en puissance des énergies renouvelables. Ainsi, si en 2007 seulement 20% de la production d'électricité était renouvelable, en 2022 elle a atteint 43%. L'investissement dans les énergies renouvelables n'est pas seulement essentiel pour la lutte contre le changement climatique, puisqu'il rend également l'économie beaucoup plus résistante aux chocs externes.

Lorsque l'on regarde l'évolution des exportations, trois éléments ressortent.

Premièrement, la bonne performance est généralisée entre les biens et les services. Ainsi, deux tiers des biens affichent un taux de croissance à deux chiffres sur la période janvier-mars. Parmi les services, on remarque la forte croissance du tourisme, dont la valeur exportée a augmenté de 38,8% en glissement annuel au T1 et sont déjà nettement supérieurs aux niveaux pré-pandémiques, ainsi que des transports et services aux entreprises (respectivement +19,2% et +18,6%) ; parmi les biens, le secteur automobile se distingue (+32% au T1 2023).

Deuxièmement, le rythme de croissance est similaire par destination géographique, et particulièrement intense sur les principaux marchés européens : les exportations de biens vers la zone euro (56% du total) ont augmenté de 14,3%, notamment celles vers l'Allemagne et la France (+18,9% et +15,2%).

Troisièmement, cette évolution est plus dynamique que celle enregistrée par les principaux partenaires européens. En Allemagne, en France et en Italie, la croissance des exportations de biens a été moins soutenue à respectivement 7,8%, 9,5% et 9,8%, contre 14,6% en Espagne.



Source : INE, Crédit Agricole S.A.

☒ Notre opinion – Si le dynamisme des exportations espagnoles a surpris dans le contexte actuel d'affaiblissement de la demande mondiale, leur bonne performance ne date pas d'hier. Elle a commencé avec les crises financière et de la dette souveraine il y a dix ans, lorsque de nombreuses entreprises espagnoles ont été contraintes de se tourner vers l'étranger face à la faiblesse de la demande intérieure. Stimulé par la reprise de la compétitivité de l'économie espagnole, le nombre d'entreprises qui exportent régulièrement n'a cessé de croître, passant de 35 000 en 2010 à 57 000 l'année dernière, et le poids des exportations de biens et de services a augmenté de plus de 15 pp pour atteindre 41,6% du PIB.

Au cours des prochains mois, le dynamisme des exportations espagnoles pourrait s'essouffler. Le ralentissement prévisible dans les principaux pays développés, qui représentent l'essentiel des débouchés, sera difficile à surmonter. Mais cela ne doit pas nous faire perdre de vue l'excellente performance de ces dernières années, qui est le signal d'importants gains de compétitivité pouvant une fois de plus jouer un rôle-clé pour amortir l'impact d'un contexte défavorable.

Pays émergents

Moyen-Orient et Afrique du Nord

☞ Syrie : un pays ruiné par douze années de guerre civile

À l'heure du retour de la Syrie au sein de la Ligue arabe, et ce sans contrepartie après douze ans d'exclusion, il semble nécessaire de dresser un bilan de ces douze années de guerre civile qui ont frappé le pays depuis 2011. Une guerre civile qui n'a toujours pas cessé, en raison notamment d'interventions militaires extérieures et antagonistes. Les sources d'informations chiffrées sont partielles et incertaines, mais permettent néanmoins de dresser un sombre bilan de la situation humaine et économique.

Le nombre de morts au cours du conflit est estimé entre 300 000 (estimation de l'ONU) et un demi-million de personnes (selon l'Observatoire syrien des droits de l'Homme). La population, de 24 millions d'habitants en 2011, aurait chuté à moins de 18 millions après le départ à l'étranger de 6,6 millions de personnes. Toujours selon l'ONU, 13 millions de personnes ont été déplacées (soit 60% de la population). Les réfugiés syriens sont principalement concentrés dans quelques pays limitrophes : Turquie, Liban et dans divers pays de l'Union européenne. Le tremblement de terre de février 2023 a fait plus de 6 000 morts et les dommages sont estimés à 10% du PIB, selon la Banque mondiale. La situation humanitaire est très précaire, y compris en dehors des zones de conflit, en raison de nombreuses pénuries. Presque un ménage sur deux n'a plus accès à l'eau ou à l'électricité sur le territoire syrien. Le tremblement de terre a été habilement instrumentalisé par le pouvoir

pour rompre son isolement diplomatique et de nombreux pays du Moyen-Orient ou d'Europe ont rouvert des ambassades à Damas.

Le PIB, chiffré à 60 milliards de dollars en 2011, est désormais évalué à environ 10 milliards de dollars en 2022. L'année dernière, le pays était en récession, la contraction du PIB a été estimée à 3,5% par le FMI. Elle pourrait baisser en 2023, compte tenu de la réintégration progressive du pays dans son environnement régional. Le PIB par habitant serait donc de 570 dollars, un chiffre très bas, mais qui il est très difficile d'évaluer en parité de pouvoir d'achat (il est d'environ 4 000 dollars selon la Banque mondiale).

Le cours de la livre syrienne, de 42 par dollar en 2011 s'est effondré en plusieurs étapes. Le cours officiel est à environ 8 500 par dollar, après une chute début 2021 dans le sillage de la livre libanaise. Les conséquences de la crise libanaise ont également été élevées en Syrie. Le système bancaire, assez lié au système bancaire libanais, a souffert.

Enfin, la souveraineté de l'État reste inexistante sur une grande partie du territoire : territoire kurde en partie occupé par la Turquie, troupes iraniennes et libanaises (Hezbollah) sur le terrain, présence russe dans certaines localités bien identifiées, présence militaire des États-Unis dans le nord et l'est, et enfin groupes djihadistes actifs dans certaines régions.

Afrique sub-saharienne

☞ **Zambie : l'accord de restructuration tant attendu a enfin été trouvé**

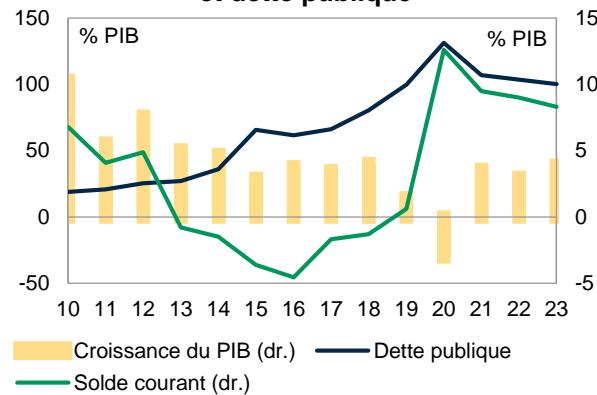
Avec une dette extérieure estimée à plus de 17 milliards de dollars et en défaut de paiement depuis novembre 2020, Lusaka bénéficie, depuis le début septembre 2022, d'une Facilité Élargie du Crédit (ECF) octroyée par le FMI. Le programme, d'une durée de trois ans, porte sur un total de 1,3 milliard de dollars avec un accès immédiat à 185 millions de dollars. Ce programme est essentiel pour restaurer la stabilité macro-économique de la Zambie et il repose sur trois piliers principaux. Il prévoit d'abord un plan d'ajustement de l'économie réelle, qui comprend des mesures telles que la réduction des subventions aux carburants, la diminution des investissements publics inefficaces et l'expansion du programme de transferts sociaux. Il prévoit également une restructuration de la dette et un renforcement de la gouvernance économique qui implique l'amélioration de la transparence et de la responsabilité dans la gestion des ressources financières du pays, afin d'assurer une utilisation plus efficace et équitable des fonds publics.

Après plusieurs mois de négociations, les créanciers de la Zambie, dont la Chine et la France, sont enfin parvenus à un accord qui prévoit un rééchelonnement de la dette sur vingt ans, avec une période de grâce de trois ans au cours de laquelle seuls les paiements d'intérêts seront dus. Le contrat inclut également un mécanisme d'ajustement qui stipule que si la capacité de charge de la dette de la Zambie passe de la catégorie actuelle « faible » à « moyenne », un calendrier de remboursement accéléré et des taux d'intérêt plus élevés seront mis en place. Selon certaines banques américaines, l'accord de restructuration prévoit une réduction de 40% de la valeur actuelle nette sur les 6,3 milliards de dollars de dettes bilatérales. L'accord comprend des extensions d'échéance jusqu'en 2043, sans décote nominale et de petits remboursements à partir de 2026, à des taux d'intérêt nettement

inférieurs pendant quatorze ans et ne dépassant pas 2,5% par la suite. Le soutien de la Chine, qui détient 4,1 milliards de dollars sur les 6,3 milliards de dollars, a été salué, et l'accord a permis à la Zambie de recevoir une nouvelle tranche de 188 millions de dollars du programme FMI.

L'accord de restructuration et le programme du FMI sont essentiels, compte tenu de la détérioration continue des finances publiques de la Zambie, malgré la mise en œuvre de l'Initiative de suspension du service de la dette (DSSI). Entre 2010 et 2022, la dette publique de la Zambie a augmenté de 18,9% à 103,7% du PIB, atteignant son niveau le plus élevé en 2020, soit 131,4% du PIB. De plus, 55% de cette dette est libellée en devises. Cette dernière est principalement constituée de prêts contractés auprès de créanciers chinois, de trois eurobonds émis en 2012, 2014 et 2015 d'une valeur totale de 3 milliards de dollars et de financements multilatéraux. En 2020, la Zambie a manqué le paiement d'un coupon d'une valeur de 42,5 millions de dollars sur le deuxième eurobond.

Zambie : PIB, solde courant et dette publique



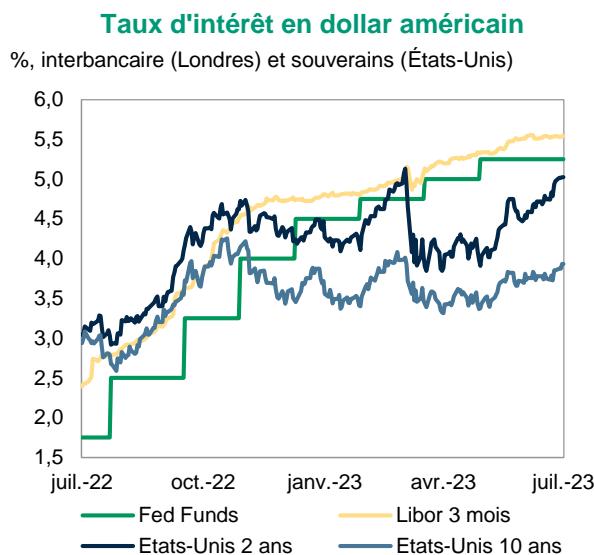
Croissance du PIB (dr.) — Dette publique

Solde courant (dr.)

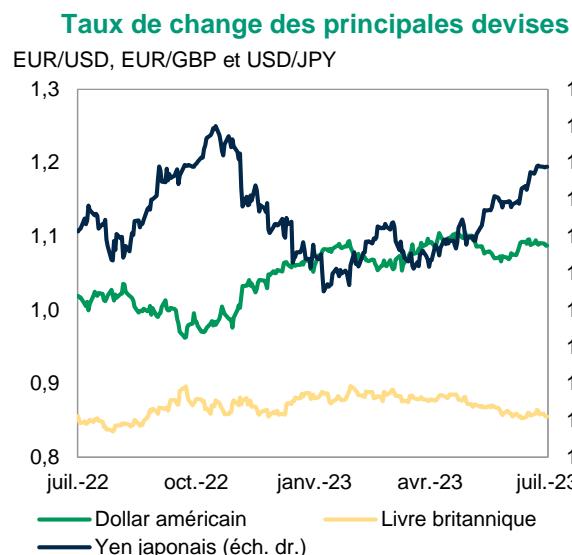
Sources : EIU, Crédit Agricole S.A./ECO

☒ Notre opinion – L'économie zambienne est fortement dépendante du secteur minier (deuxième producteur de cuivre sur le continent) et, en fonction de l'évolution des prix internationaux, cela peut être un atout qui jouera favorablement sur la trajectoire de réduction de dette. Les perspectives de stabilisation de la Zambie semblent être sur le bon chemin, à condition toutefois que les cours du cuivre restent favorables : ainsi la dynamique d'endettement continuerait d'être contrebalancée par des excédents externes, qui ouvrent une marge de manœuvre économique suffisante pour que soit mené à bien le plan d'ajustement du FMI.

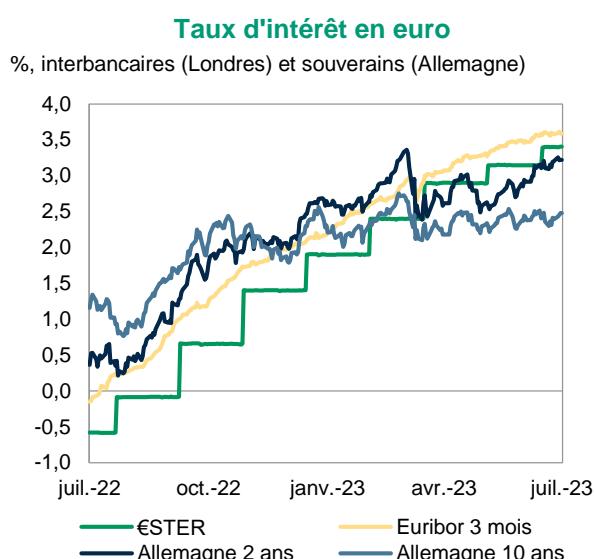
Tendances à suivre



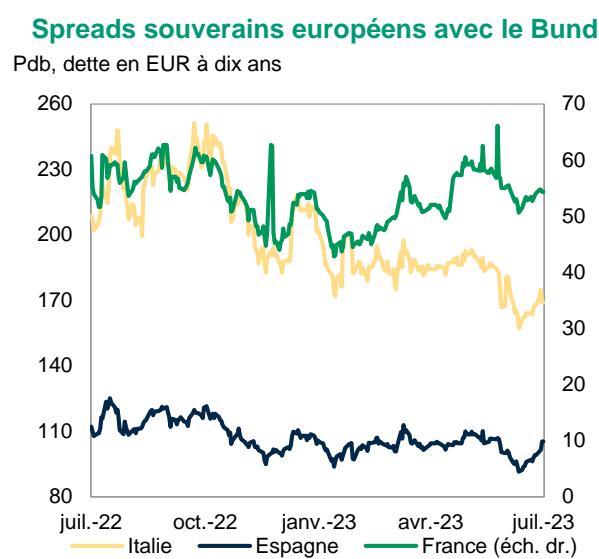
Source : Thomson Reuters



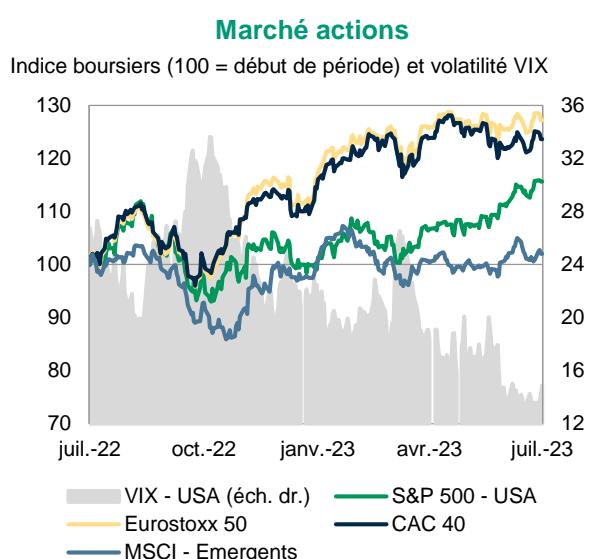
Source : Thomson Reuters



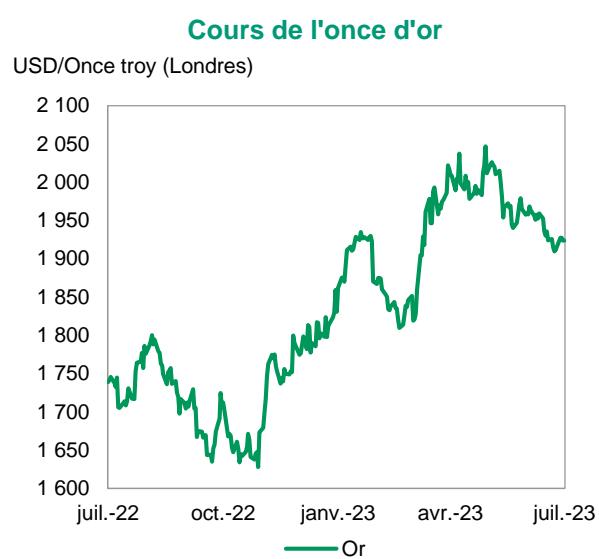
Source : Thomson Reuters



Source : Thomson Reuters



Source : Thomson Reuters



Source : Thomson Reuters

Spreads souverains émergents avec le T-Bond

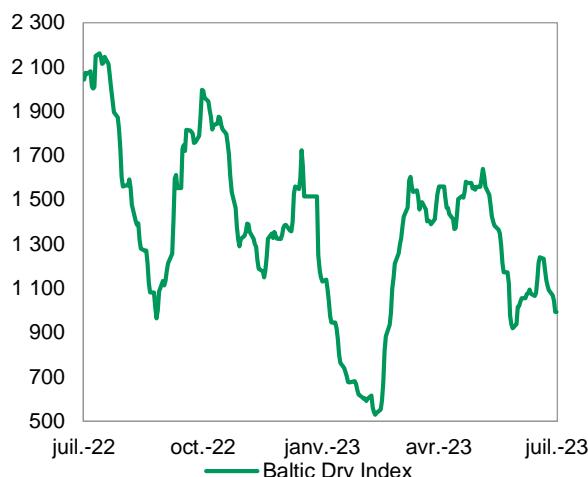
Indices EMBI+ (pdb, dette en USD de plus d'un an)



Source : JP Morgan

Coût du transport maritime de vrac sec

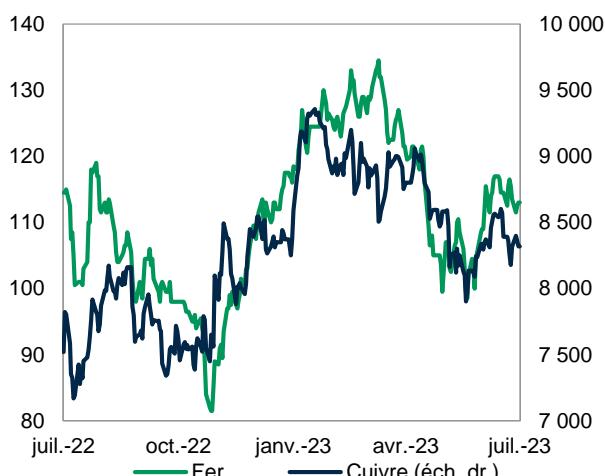
Baltic Dry Index (USD/point)



Source : Baltic Exchange

Cours des métaux

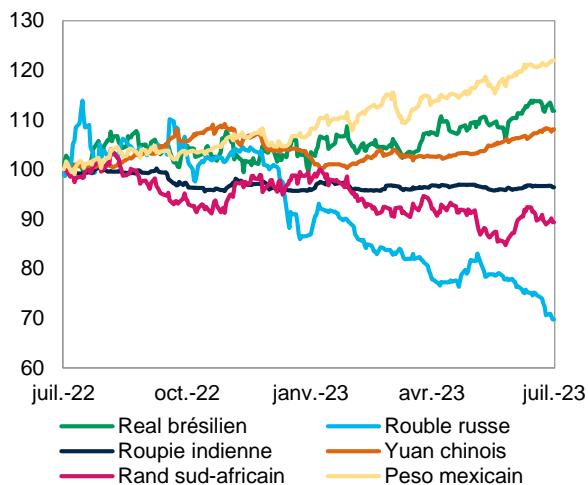
USD/tonne métrique



Sources : Steel Home, London Metal Exchange

Devises émergentes

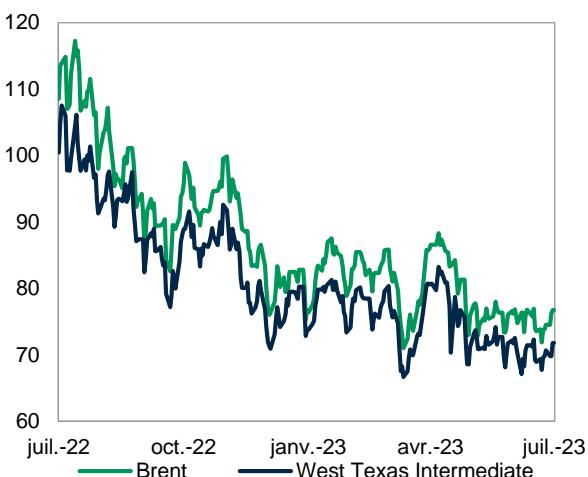
/USD (indice 100 = début de période)



Source : Thomson Reuters

Cours du baril de pétrole brut en USD

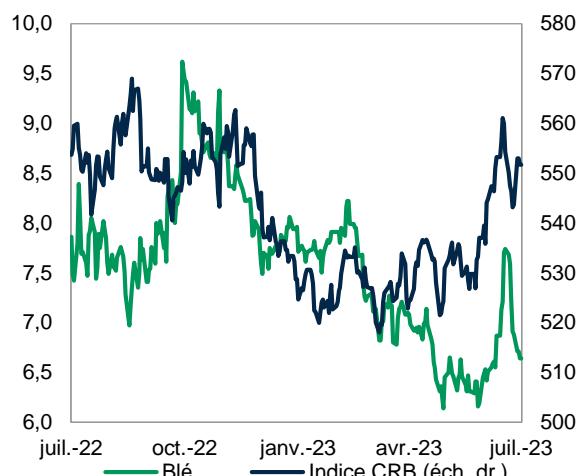
Brent (mer du Nord) et WTI (golfe du Mexique)



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
06/07/2023	Vietnam : le grand gagnant de la bataille des relocalisations ?	Asie
06/07/2023	France – Scénario 2023-2024 : malgré le recul de l'inflation, la croissance patine	France
05/07/2023	Zone euro – La nouvelle baisse de l'inflation n'est pas encore en mesure de convaincre la BCE	Zone euro
05/07/2023	Fintech Outlook au premier semestre 2023 – L'ultime défi !	Fintech
03/07/2023	Italie – Des signaux mi-figue mi-raisin	Italie
30/06/2023	Monde – L'actualité de la semaine	Monde
29/06/2023	Arabie saoudite - Chine – Des relations commerciales et politiques qui s'intensifient	Asie, Moyen-Orient
28/06/2023	Europe – Le financement de la reconstruction de l'Ukraine au miroir du plan de relance européen	Europe
27/06/2023	Le combat collaboratif, enjeu de la compétition des industries de défense européenne et américaine	Défense

Études Économiques Groupe – Crédit Agricole S.A.

12, place des États-Unis – 92127 Montrouge Cedex

Directeur de la publication : Isabelle JOB-BAZILLE

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

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

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

Europe centrale et orientale, Asie centrale, géo-économie : Tania SOLLOGOUB (coordination pays émergents), Ada ZAN, Mathilde DERAMBURE

Asie : Sophie WIEVORKA

Amérique latine : Catherine LEBOUGRE (coordination scénario), Cézar 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 – Fabienne PESTY

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

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

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

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

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