

Jun 2023

GPS #18

La lettre de conjoncture
de Groupama Assurance-crédit & Caution

Faire face au manque de liquidités

Depuis l'hiver 2021-2022, les grandes Banques Centrales occidentales mènent des politiques draconiennes de resserrement monétaire pour tenter de juguler les poussées inflationnistes. La BCE a ainsi remonté ses taux directeurs de 3,75 points de pourcentage (pp), la Banque d'Angleterre de 4,4 pp et la Réserve Fédérale, jusqu'à 5 pp.

Les économies avancées font donc face à un véritable changement de paradigme, où il est désormais beaucoup plus contraignant d'avoir accès aux liquidités pour financer l'investissement ou la consommation. Près d'un an et demi après le lancement de telles politiques, les secteurs les plus directement liés à l'évolution des taux d'intérêt souffrent déjà, comme c'est le cas pour celui de la construction en France auquel nous consacrons ici une page spéciale.

La croissance économique va immanquablement pâtir de cette évolution au second semestre. De la sorte, le FMI ne table plus que sur une croissance du PIB réel mondial de 2,8 % en 2023, c'est-à-dire sous le seuil des 3 % qui marque une récession globale.

groupama-ac.fr

CONJONCTURE

- . Zone euro : vers une récession plus marquée ? p. 2
- . États-Unis : une économie résiliente mais sous menaces p. 3

PAGE SPÉCIALE : FRANCE, COMMERCE EXTÉRIEUR

- . France : une dégradation majeure du commerce extérieur p. 4

FRANCE : DYNAMIQUES SECTORIELLES

- . Le secteur de la construction s'enfoncé dans le marasme p. 5

COURS MONDIAUX DES MATIÈRES PREMIÈRES

- . Matières premières non renouvelables : une accalmie très instable p. 6
- . Matières premières agricoles : une normalisation encore inachevée p. 7

CONJONCTURE

ZONE EURO : VERS UNE RÉCESSION PLUS MARQUÉE ?

Pour l'heure, la zone euro connaît une récession modérée mais qui pourrait empirer avec les effets attendus de la politique monétaire restrictive de la BCE.

Une croissance qui fléchit

Formellement, la zone euro est en récession même si celle-ci reste modérée, avec une baisse du PIB réel de 0,1 % au T1-2023 (en variations trimestrielles), après -0,1 % au T4-2022. Surtout, l'Allemagne, qui y est entrée de manière plus marquée quant à elle (1,1 % après 0,2 %), ne jouera dorénavant plus pleinement son rôle de locomotive économique du Vieux Continent.

Le reflux trop lent de l'inflation

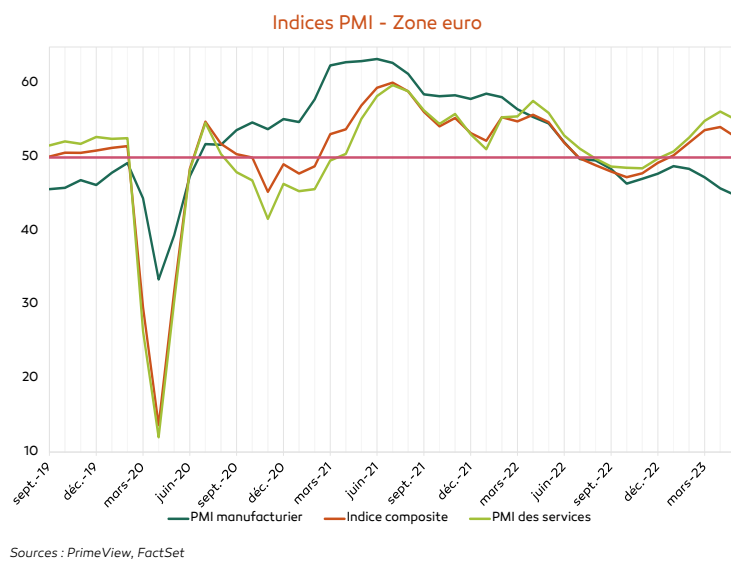
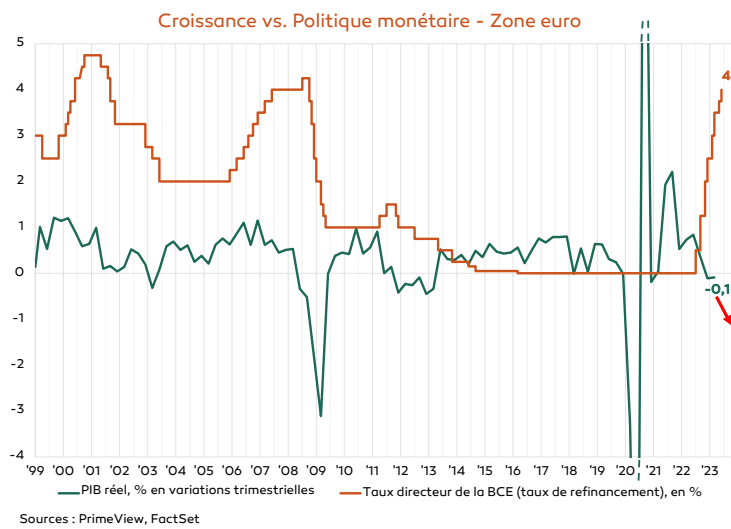
L'inflation (+6,1 % sur un an en mai) reste trop éloignée de la cible de la BCE (2 %). Toutefois, deux indicateurs montrent que sa dynamique de fond pourrait s'être inversée, ce qui constitue une bonne nouvelle à moyen terme :

- L'inflation sous-jacente (hors énergie et alimentation) présente une inflexion entre mars (pic à +7,5 %) et avril (repli à +7,3 %) ;
- Les prix à la production ralentissent sur 8 mois : de +43,5 % sur un an en août 2022 à +1 % en avril 2023.

Vers l'aggravation de la récession ?

Après quasiment 1 an de politique de resserrement monétaire de la BCE (les taux directeurs sont passés de 0 à 3,75 % depuis juillet 2022), la demande finale (donc la croissance) va immanquablement fléchir. À cet égard, les indicateurs avancés des PMI (ci-contre) pointent de nouveau en direction de la contraction.

Fort heureusement, la fin de la crise énergétique permet de nuancer cette perspective : les prix du gaz (autour de 25 euros/MWh) sont aujourd'hui 10 fois moins élevés qu'à l'été 2022. Et depuis cette date, les prix à terme de l'électricité ont diminué de 80 à 90 % pour l'Allemagne et la France. ■



ÉTATS-UNIS : UNE ÉCONOMIE RÉSILIENTE MAIS SOUS MENACES

La frilosité du secteur bancaire et la fin du soutien public inconditionnel pourraient prochainement faire basculer l'économie vers la récession.

Des fondamentaux encore solides

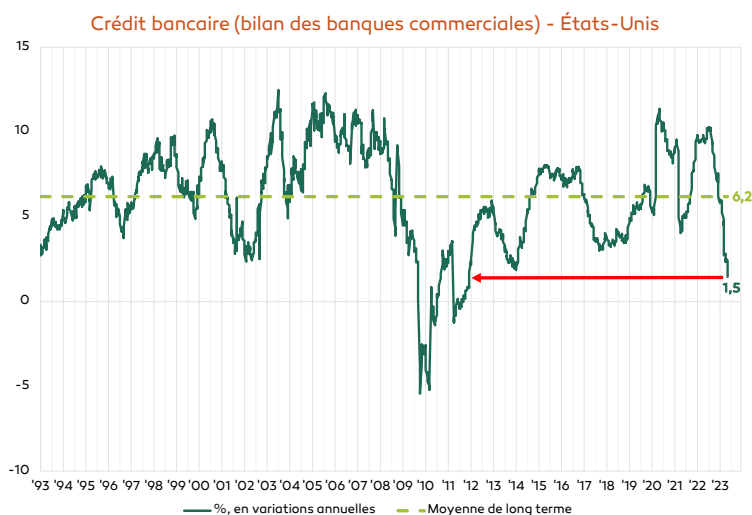
La croissance a été plutôt satisfaisante au 1er trimestre, avec une augmentation du PIB réel américain de +0,3 % en variations trimestrielles (+1,6 % en variations annuelles). L'inflation déçoit un peu quant à elle en se maintenant à +5 % sur un an en avril. Mais surtout, le marché de l'emploi se montre assez résilient, avec un chômage sur ses plus bas historiques à 3,7 %. Pourtant, l'atterrissage pourrait quand même être difficile.

Un rationnement du crédit déjà à l'œuvre

Depuis la mi-mars 2022, la Fed a relevé ses taux directeurs de 5 points de pourcentage (de 0,25 % à 5,25 %). Cette remontée s'est transmise à l'ensemble de l'économie où les taux ont flambé : 6,5 % pour les crédits immobiliers à 30 ans, ou encore 20 % pour les crédits à la consommation. Mais depuis l'épisode des faillites bancaires de mars dernier (en autres celle de la Silicon Valley Bank), les banques prêtent de moins en moins au secteur privé en raison d'une forte aversion au risque (cf. graphique ci-contre), avec des retards de paiement sur les crédits distribués qui remontent rapidement.

Le recul annoncé de l'État-providence

Le récent accord sur le déplafonnement de la dette américaine jusqu'en 2025 (contre un seuil à 31,4 mille milliards de dollars précédemment) n'a été emporté qu'en échange de coupes budgétaires majeures dans la politique de relance du président Biden. Donc la faiblesse de la demande privée ne sera désormais plus complètement compensée par des dépenses publiques. ■



Sources : PrimeView, FactSet

| | France | Allemagne | Royaume-Uni | Italie | Espagne | Zone Euro | |
|--|--------------------|----------------------|--------------------|-------------------|-------------------|--------------------|----------------------|
| Croissance du PIB (% variations annuelles) | 0,9 | -0,5 | 0,2 | 1,9 | 3,8 | 1,3 | T1 2023 |
| Consommation des ménages (% variations annuelles) | 0,0 | -1,6 | -2,4 | 3,3 | 1,5 | 1,2 * | T1 2023 * T4 2022 |
| Investissement global (% variations annuelles) | 2,2 | 0,3 | 0,4 | 3,3 | 0,8 | 0,1 * | T1 2023 * T4 2022 |
| Inflation totale (% variations annuelles) | 6 | 6,3 | 8,7 | 8,1 | 2,9 | 6,1 | mai-23 |
| Inflation sous-jacente (% variations annuelles) | 4,3 | 5,1 | 6,8 | 5,2 | 4,1 | 5,3 | mai-23 |
| Taux à 10 ans (variation depuis un trimestre) | 2,98 % (+14 pb) | 2,43 % (+10 pb)'' | 4,23 % (+71 pb) | 4,22 % (+8 pb) | 3,43 % (+8 pb) | 2,43 % (+10 pb) | 7-juin-2023 |
| Taux de chômage (%) | 7,2 | 3,0 | 3,9 | 8,3 | 13,3 | 6,5 | T1 2023 |
| Dette publique (% du PIB) | 111,6 | 66,3 | 112,8 | 144,4 | 113,2 | 91,6 | T4 2022 |
| Dette privée des entreprises non-financières (% du PIB) | 80,8 | 51,7 | 54,1 | 64,7 | 60,6 | 59,7 | T4 2022 |
| Stock de crédits aux entreprises non financières (en milliards d'unités monétaires nationales) | 4 277,6 | 2 786,8 | 1 684,3 | 1 296,8 | 1 269,8 | 14 241,7 | T3 2022 |

Sources : PrimeView, FactSet, EuroStat, Banque Mondiale, BIS, Banque de France

FRANCE : UNE DÉGRADATION MAJEURE DU COMMERCE EXTÉRIEUR

En 2022, le contexte international très dégradé a conduit la France vers le pire déficit commercial de son histoire.

L'an passé, le déficit commercial français s'est établi à -163,5 milliards d'euros. Par comparaison, il n'était encore que de -85,3 milliards en 2021. Ce déficit a donc été pratiquement doublé en l'espace d'un an seulement. Un tel déséquilibre, loin d'être anodin, pose des difficultés pour financer l'économie, l'investissement notamment. Dans le détail, ce triste record recouvre des situations très disparates selon le type de marchandises considérées.

Une détérioration (partiellement) imputable aux prix de l'énergie

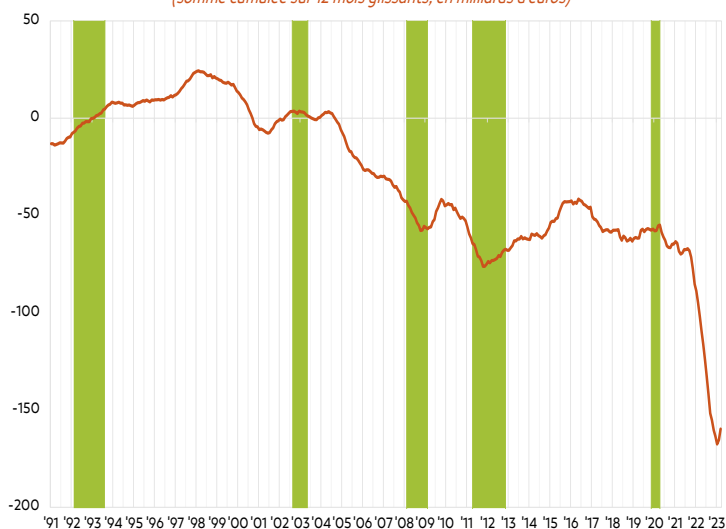
Conséquence de la guerre en Ukraine (avec la perte des chaînes d'approvisionnement), le solde énergétique français s'est extrêmement dégradé en 2022. Pour l'électricité et le gaz, le solde qui était jusqu'alors toujours positif s'est porté à 7,4 milliards d'euros. Quant au pétrole, le déficit a atteint le niveau record de -27,2 milliards.

Pour autant, il ne faut pas perdre de vue que ce sont les produits manufacturés qui enregistrent le plus important déficit, avec -105,1 milliards d'euros en 2022 (après 80,5 milliards en 2021). L'Hexagone pâtit donc avant tout de sa désindustrialisation !

Le solde toujours excédentaire des échanges agroalimentaires français

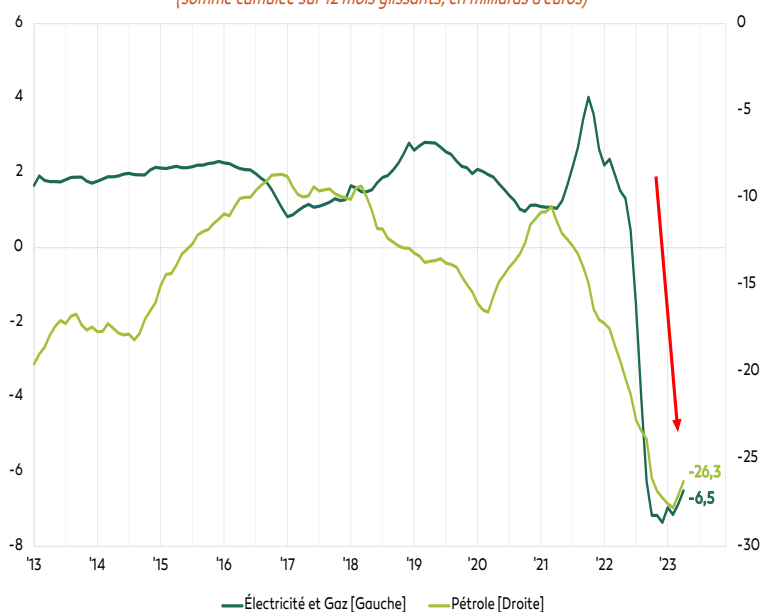
Les secteurs agricole et agroalimentaire continuent d'être des fleurons de la puissance exportatrice française avec des excédents respectifs de 5 et de 5,7 milliards d'euros en 2022. Mais il faut relativiser ces bons résultats qui ont surtout été permis par la vigueur des exportations des céréales (+10 milliards d'euros en 2022). La retombée de leurs prix a déjà inversé la tendance ! Et, finalement, la place de la France parmi les nations exportatrices de produits agroalimentaires n'en sort pas affermie... ■

Balance commerciale & Périodes de récession - France
(somme cumulée sur 12 mois glissants, en milliards d'euros)



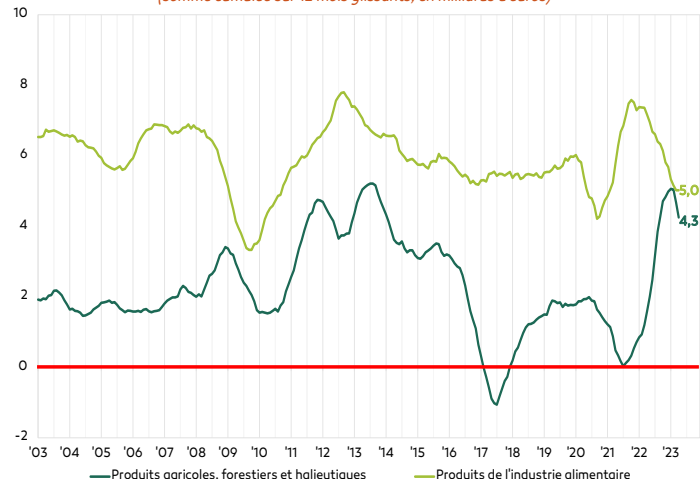
Sources : PrimeView, FactSet

Balance commerciale : énergie - France
(somme cumulée sur 12 mois glissants, en milliards d'euros)



Sources : PrimeView, FactSet

Balance commerciale : agroalimentaire - France
(somme cumulée sur 12 mois glissants, en milliards d'euros)



Sources : PrimeView, FactSet

FRANCE : DYNAMIQUES SECTORIELLES

LE SECTEUR DE LA CONSTRUCTION S'ENFONCE DANS LE MARASME

Le niveau élevé des prix des matériaux et la hausse des taux d'intérêt malmènent un secteur jusqu'alors stimulé par les plans de relance post-Covid.

Au moment de la Covid (2020), le secteur de la construction comptait environ 410 mille entreprises (hors microentreprises) en France. Grâce aux dispositifs publics de soutien à l'économie, le secteur a évité le pire et a même pu embaucher 115 mille salariés depuis (+7,8 % par rapport à fin 2019) pour parvenir au niveau record actuel de près de 1,6 millions d'employés. Mais la tendance pourrait bien s'inverser compte tenu des difficultés actuelles...

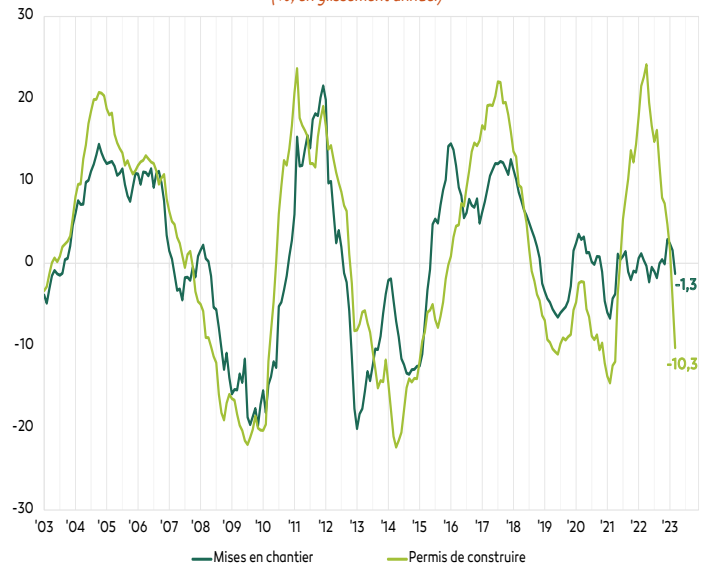
La plupart des indicateurs sont au rouge

En avril, l'indice PMI de la construction (qui ressort à 46) reste en zone de contraction pour le 11ème mois consécutif. Rien d'étonnant à cela compte tenu de la baisse drastique des permis de construire : 10,3 % (en mars, glissement annuel de la somme cumulée sur 12 mois) ainsi que des mises en chantier (1,3 %). Et la dégradation de ces indicateurs est déjà observable au niveau agrégé puisque la valeur ajoutée (hors inflation) du secteur se contracte de -2,5 % au 1er trimestre 2023 par rapport à la même période en 2022.

Inflation, hausse des taux : le cumul des contraintes

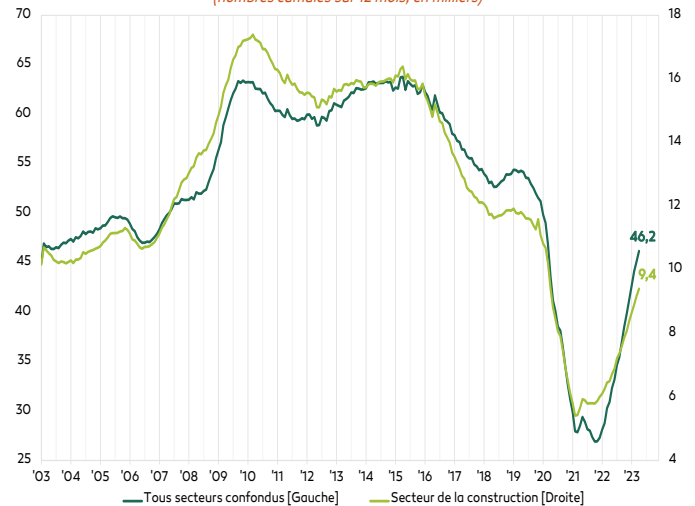
Deux raisons principales expliquent la mise en difficulté du secteur français de la construction : d'une part, la hausse des prix des matériaux de construction, avec un coût de la construction qui a augmenté de +8,8 % sur un an en décembre 2022. D'autre part, en raison du resserrement des conditions de crédit : en mars, le taux fixe annuel des crédits immobiliers de plus de 1 an a dépassé 2,5 %, du jamais vu depuis 2014. La baisse des liquidités frappe donc directement le secteur de la construction, très lié à l'évolution des taux d'intérêt, mais ce problème va progressivement se généraliser à l'ensemble de l'économie... ■

Construction - France
(%, en glissement annuel)



Sources : PrimeView, FactSet

Défaillances d'entreprises - France
(nombres cumulés sur 12 mois, en milliers)



Sources : PrimeView, FactSet

Créations d'entreprises

| Variations en glissement | Mensuel | | Annuel | |
|---|---------|---------|--------|---------|
| | Mars | Février | Mars | Février |
| Création d'entreprises - tous les secteurs et toutes tailles | 1,2% | 2,0% | -0,3% | -0,1% |
| Industrie | 8,5% | 18,5% | 22,1% | 8,2% |
| Industrie manufacturière | 4,2% | 0,7% | 0,2% | -3,2% |
| Construction | -0,2% | -0,2% | -1,8% | 3,4% |
| Commerce | 1,6% | 2,7% | 0,3% | -4,5% |
| Services | -2,5% | 0,3% | -7,1% | -1,0% |

Sources : PrimeView, INSEE

COURS MONDIAUX DES MATIÈRES PREMIÈRES

MATIÈRES PREMIÈRES NON RENOUVELABLES : UNE ACCALMIE TRÈS INSTABLE

La respiration du marché des matières premières reste contenue : les prix demeurent supérieurs de plus de 45 % à ceux de la période pré-Covid.

Malgré la reprise de la Chine, qui a vu son activité industrielle augmenter de +5,6 % sur un an en avril, les cours des matières premières non renouvelables et de l'énergie fléchissent. En pratique, les craintes sur une possible récession mondiale dès 2023 continuent de grever les marchés.

Énergie : une trajectoire sous ses plus bas niveaux depuis 2021

Le pétrole (à 73 dollars le baril de Brent) et le gaz (en Europe, à 23,5 euros/MWh pour le Dutch TTF) connaissent tous deux des replis significatifs, respectivement de 35 % et de 70 % sur un an. Mais face à ce constat, l'OPEP pourrait prochainement décider de nouvelles coupes de production.

Matières premières industrielles : une atonie au niveau mondial.

Sur les trois derniers mois, les reculs des matières premières industrielles (-3 %), et à plus forte raison des métaux (-7 %), sont les symptômes d'un contexte industriel globalement dégradé. La récession de l'Allemagne (contraction du PIB réel de 1,1 % au T1-2023, en variations trimestrielles, après 0,1 % au T4-2022) en est l'illustration la plus récente.

Des coûts du transport maritime sous leur niveau d'avant-Covid

Après plusieurs chocs d'offre (pandémie de Covid, guerre en Ukraine), les prix du fret maritime semblent de retour vers la stabilité. À titre d'exemple, le Baltic Dry Index (indice du vrac sec) est ainsi revenu sous les 1000 points (contre une moyenne de long terme à plus de 2000 points).

Néanmoins, les consommations intermédiaires vont continuer, à l'avenir, de subir des pressions déstabilisatrices (inflationnistes) : volatilité des prix de l'énergie, restructuration des chaînes d'approvisionnement renforcées par la transition énergétique. ■

Évolution du prix des matières premières
Base 100 en 2014



Sources : PrimeView, FactSet

Baltic Dry Index



Sources : PrimeView, FactSet

| Indices CRB | Prix | Variation | | |
|---|---------------|--------------|---------------|---------------|
| | Au 11/06/2023 | 3 mois | 6 mois | 1 an |
| Total | 545,9 | 0,0% | -2,2% | -13,8% |
| Matières premières industrielles | 546,3 | -2,8% | -4,6% | -17,1% |
| Métaux | 993,9 | -6,8% | -3,3% | -20,4% |
| Matières premières alimentaires | 544,8 | 4,1% | 1,4% | -8,7% |
| Bétail | 635,2 | 2,2% | -5,2% | -10,4% |
| Huiles et graisses | 661,3 | -5,4% | -14,4% | -23,7% |
| Textiles | 322,0 | 1,0% | 0,0% | -16,7% |

Sources : PrimeView, Factset

COURS MONDIAUX DES MATIÈRES PREMIÈRES

MATIÈRES PREMIÈRES AGRICOLES : UNE NORMALISATION ENCORE INACHEVÉE

L'accalmie se poursuit mais les prix des denrées restent toujours près de 20 % supérieurs à leur niveau d'avant-Covid.

Les prix des denrées alimentaires diminuent de 4,2 % sur les trois derniers mois dans un contexte marqué par l'affaiblissement de la demande mondiale. En toile de fond, la crise alimentaire se poursuit dans les pays vulnérables. Fort heureusement, l'Initiative céréalière de la mer Noire (cosignée par l'Ukraine, la Russie, la Turquie et les Nations unies pour permettre la circulation des céréales malgré la guerre), qui vient d'être reconduite, va desserrer la contrainte pour les deux prochains mois.

Céréales : Le net repli des cours des céréales (-11,5 % sur les 3 derniers mois) explique en grande partie la baisse de l'indice agrégé. Les bonnes perspectives de récolte pour la campagne 2023-2024 ont apaisé les marchés.

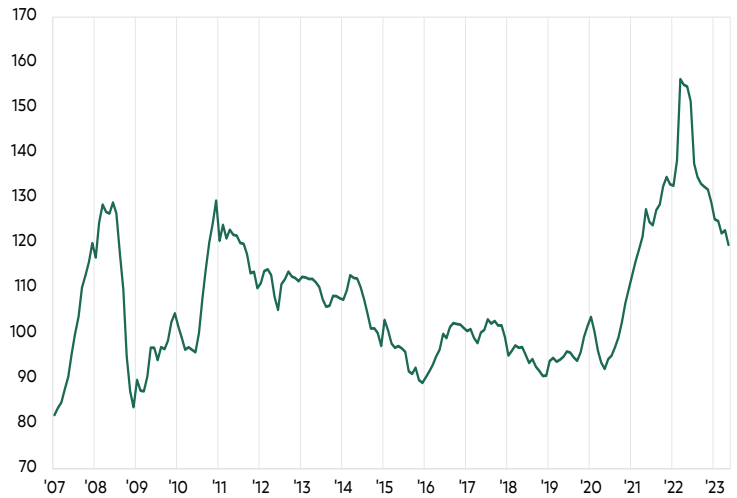
Huiles végétales : Les prix des huiles alimentaires fléchissent rapidement (12,5 % sur 3 mois) sous l'effet d'une offre abondante (notamment grâce à une récolte exceptionnelle de soja au Brésil) et d'une demande mondiale moins vigoureuse.

Produits laitiers : L'abondance de la production des pays de l'hémisphère nord a récemment accentué (-8,5 % sur 3 mois) un reflux des prix observable sur 6 mois consécutifs.

Produits carnés : Les prix de la viande rebondissent (+4 % sur 3 mois). La multiplication des foyers de grippe aviaire a fait flamber les prix de la volaille. Les viandes porcine et bovine sont également en hausse, surtout tirées par la demande asiatique. Seule la viande ovine, bien disponible à l'exportation, est en baisse.

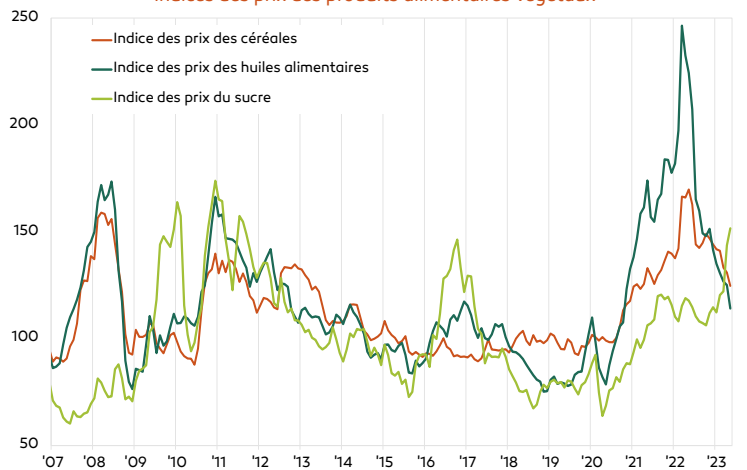
Sucre : Les prix du sucre augmentent fortement (+26 % sur 3 mois), à la fois en raison de la baisse des quantités exportables et de l'importance des risques climatiques (à savoir, les conséquences attendues du phénomène El Niño). ■

Prix des produits alimentaires
(Base 100 en 2014-2016)



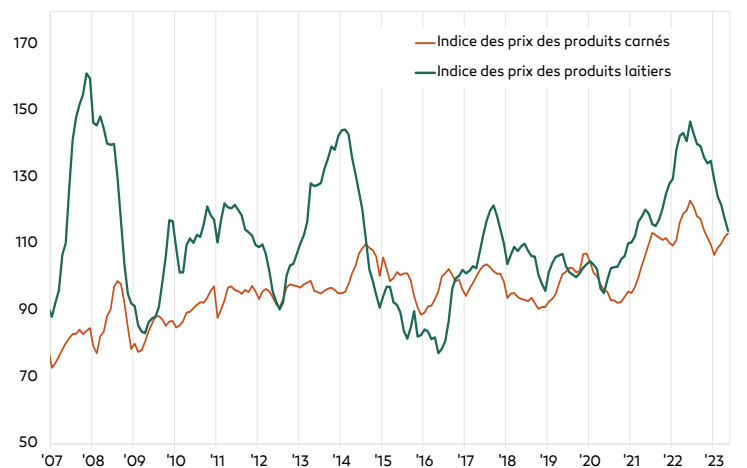
Sources : PrimeView, FAO

Indices des prix des produits alimentaires végétaux



Sources : PrimeView, FAO

Indices des prix des produits alimentaires



Sources : PrimeView, FAO

■ GPS #18

Rédaction achevée le 15 juin 2023

©Groupama Assurance-crédit & Caution

Crédit photo : shutterstock_116153116 ©chuyuss

■ Contact

Stéphanie PIGNI, + 33 (0)6 81 75 24 36, spigni@groupama-ac.fr

Groupama Assurance-crédit & Caution – 3 place Marcel Paul – 92000 Nanterre

■ Abonnement

Envoyez un mail à gps@groupama-ac.fr en indiquant vos nom, prénom, fonction, votre entreprise et son SIREN ainsi qu'une adresse mail.

■ Avertissement

Ce document est conçu exclusivement à des fins d'information.

Groupama Assurance-crédit & Caution décline toute responsabilité en cas d'altération, déformation ou falsification dont ce document pourrait faire l'objet.

Les informations contenues dans cette publication sont basées sur des sources que nous considérons fiables. Ce document a été établi sur la base d'informations, projections, estimations, anticipations qui comportent une part de jugement subjectif. Les analyses sont l'expression d'une opinion indépendante, et ne sauraient constituer un quelconque engagement ou garantie de Groupama Assurance-crédit & Caution. La reprise d'un quelconque élément de ce document est autorisée sous réserve d'indiquer clairement la source.

À PROPOS DE GROUPAMA ASSURANCE-CRÉDIT & CAUTION

Deux branches :

- assurance-crédit contre les impayés (risque commercial et politique, risques spéciaux)
- cautions et garanties financières en faveur d'entreprises et de professionnels

■ Assurance-crédit

24 milliards d'euros de transactions sécurisées sur le marché domestique et à l'exportation

20 milliards d'euros d'engagements, 50 % en France et 50 % à l'international

Une présence forte dans toutes les grandes filières agroalimentaires

Une distribution multicanal au travers des Caisses régionales de Groupama, des agents du Gan et de courtiers spécialisés

■ Caution

Cautions légales : environnement, tourisme, immobilier, travail temporaire, auto-écoles, courtiers d'assurance...

Cautions contractuelles : vins primeurs, FranceAgriMer

Cautions constructions : VIR, CCMI, CPI, cautions de marchés

À propos du groupe Groupama

Fort de ses deux marques – Groupama & Gan, le groupe Groupama, l'un des premiers groupes d'assurance mutualistes en France, développe ses activités d'assurance, de banque et de services dans dix pays. Le groupe compte 11,5 millions de sociétaires et clients et 31 000 collaborateurs à travers le monde, avec un chiffre d'affaires de 14,4 milliards d'euros. Retrouvez toute l'actualité du groupe Groupama sur son site Internet (www.groupama.com) et sur son compte Twitter (@GroupeGroupama).