

Perspectives

Hebdomadaire – N°22/165 – 13 mai 2022

MONDE – L'actualité de la semaine

☞ <i>Aversion au risque aux États-Unis mais moment de répit sur les marchés en Europe</i>	2
☞ <i>Le 9 mai de l'Europe : un moment géopolitique</i>	3
☞ <i>Géo-économie et investissements directs</i>	6
☞ <i>Zone euro : la production industrielle accuse le coup face à la guerre en Ukraine</i>	8
☞ <i>Espagne : l'industrie résiste, sous pression</i>	8
☞ <i>Italie : recul de la production industrielle au premier trimestre</i>	10
☞ <i>Royaume-Uni : la croissance du premier trimestre pénalisée par l'automobile</i>	11
☞ <i>Philippines : un peuple qui oublie son passé se condamne à le revivre</i>	13
☞ <i>Algérie : des améliorations économiques certaines, mais plus d'inflation</i>	15
☞ <i>Le déploiement géopolitique turc impacte l'économie</i>	17

👉 Aversion au risque aux États-Unis mais moment de répit sur les marchés en Europe

Les membres de la Réserve fédérale s'étant exprimés cette semaine ont tous plaidé en faveur de hausses de taux de 50 points de base lors des prochaines réunions du FOMC. Ceux-ci incluent la présidente de la Fed de Cleveland, Loretta Mester, qui soutient des mouvements de 50 points de base lors des deux prochaines réunions, le président de la Fed d'Atlanta, Raphael Bostic, préférant des resserrements de 50 points de base (pdb) jusqu'à ce que la Fed atteigne le taux neutre, et le président de la Fed de St Louis, James Bullard, plaidant pour que les taux atteignent 3,50% d'ici la fin de l'année, une trajectoire qui impliquerait des hausses supplémentaires de 50 pdb lors de chaque réunion pour le reste de l'année. Nous avons révisé à la hausse nos prévisions pour le taux directeur de la Fed au profit de deux relèvements de 50 pdb chacun en juin et juillet, avant un ralentissement du rythme de resserrement au cours de la seconde moitié de l'année (trois hausses de taux de 25 pdb) qui porterait le taux des *Fed funds* au niveau jugé « neutre », à savoir 2,25%-2,5% en fin d'année.

Le taux d'inflation a baissé au mois d'avril, à 8,3% en glissement annuel contre 8,5% en mars, une modération moins prononcée que prévu. L'indice des prix à la consommation a augmenté de 0,3% sur le mois (après +1,2% en mars). Sa composante sous-jacente (hors alimentation et énergie) a bondi de 0,6% sur le mois (après +0,3%), ce qui a néanmoins conduit à un affaiblissement de son rythme annuel à 6,2% contre 6,5% en mars. Les prix de l'énergie ont baissé après une forte accélération en avril (-2,7% en variation mensuelle après + 11% en mars et +0,3% en février), avec notamment une chute de 6,1% des prix de l'essence. Le prix des véhicules d'occasion poursuit son recul (-0,4% après -3,8% en mars et -0,2% en février) mais les prix des véhicules neufs et des services de transport ont de nouveau accéléré (+1,1% après +0,2% et +3,1% après 2% respectivement).

Notre scénario table sur un processus lent et progressif de décréue des rythmes d'inflation, avec une inflation totale se maintenant néanmoins au-dessus de 6% jusqu'à la fin de l'année et au-dessus de 5% pour l'inflation sous-jacente. Cette modération serait largement attribuable à des effets de base favorables pour les prix de l'énergie et les prix des biens « core » : les fortes hausses des prix de l'année dernière sortent progressivement du calcul du glissement annuel, même si les niveaux de prix se maintiennent élevés. L'inflation dans les services et celle des prix alimentaires devraient en revanche accélérer. Le dépassement de la cible de 2% de la Fed persisterait tout au long de 2023, l'inflation totale terminant autour de 3,6% et l'inflation sous-jacente autour de 3,2%.

Les marchés actions américains ont poursuivi cette semaine leur dynamique baissière, dans un contexte marqué par une inflation persistante, un

durcissement de tonalité par la Fed et des incertitudes géopolitiques. L'indice S&P500 perd 4,7% cette semaine soit un peu plus de 13% depuis fin mars. Les valeurs technologiques reflétées par l'indice Nasdaq baissent de 13% sur un mois et de 27% depuis le début de l'année. Le dollar, valeur-refuge offrant de plus un rendement relativement élevé, s'est encore apprécié contre euro avec une parité à 1,04 ce vendredi. Le yen a également retrouvé son éclat de valeur-refuge. Tandis que l'euro continue d'être sous pression du fait de la proximité avec la guerre en Ukraine et l'aggravation des risques stagflationnistes, la perspective de relèvement des taux par la BCE dès cette année et notamment la fin des taux négatifs pourrait aider la monnaie unique à retrouver le chemin de l'ascension (prévision pour l'EUR/USD à 1,10 d'ici la fin de l'année). Cette semaine plusieurs membres de la BCE ont évoqué la fin des achats d'actifs début juillet et une hausse de taux en juillet, des mouvements déjà largement anticipés par les marchés.

En Europe, un retour, probablement temporaire, de l'appétit pour le risque a permis une légère détente des rendements d'État et un modeste rebond des indices actions. Mais la volatilité est de mise. L'écartement des primes périphériques s'est également infléchi, les niveaux actuels étant jugés comme des points d'entrée attractifs pour les investisseurs, en particulier pour ceux qui pensent que la BCE ne devrait pas resserrer sa politique monétaire plus qu'anticipé actuellement. Après une baisse de 11 pdb sur la semaine, la prime de risque italienne demeure proche des niveaux de début mai à près de 190 pdb. La prime de risque espagnole se replie également très légèrement sur la semaine (-6 pdb à 104 pdb). Enfin, le taux 10 ans américain et son homologue allemand perdent 22 et 24 points de base (pdb) respectivement sur la semaine, une correction vers des niveaux plus « sages » après les bonds enregistrés dans la foulée du FOMC la semaine passée.

Éditorial

Le 9 mai de l'Europe : un moment géopolitique

Il n'est plus question de vaines paroles, mais d'un acte, d'un acte hardi, d'un acte constructif. Pour que la paix puisse vraiment courir sa chance, il faut, d'abord, qu'il y ait une Europe. La contribution qu'une Europe organisée et vivante peut apporter à la civilisation est indispensable au maintien des relations pacifiques.

C'était le 9 mai, il y a 72 ans. Débutant avec ces phrases, Robert Schuman proposait, dans son discours, de placer l'ensemble de la production franco-allemande de charbon et d'acier sous une Haute Autorité commune, dans une organisation ouverte à la participation des autres pays d'Europe. C'était la fondation de ce qui deviendra l'Union européenne.

Depuis, le 9 mai, on fête la journée de l'Europe et cette année la date coïncide avec la fin de la consultation citoyenne sur la gouvernance de l'Europe, la Conférence sur l'avenir de l'Europe. Des 47 propositions citoyennes de la conférence, il ressort très clairement que l'UE doit agir pour réussir les transitions écologique et numérique, renforcer la résilience de l'Europe et son contrat social, tout en corrigeant les inégalités et en faisant en sorte que l'Union européenne ait une économie juste, durable, innovante et compétitive qui ne laisse personne de côté. Les citoyens européens souhaitent aussi que l'UE s'affirme davantage, en jouant un rôle de premier plan sur la scène mondiale dans la promotion de ses valeurs et de ses normes dans le monde.

Quant au rôle de l'UE sur la scène mondiale, il ressort une demande autour de trois axes.

Un renforcement de l'autonomie dans des secteurs stratégiques qui s'accompagne de la volonté de maintenir un agenda ambitieux de négociations commerciales visant à construire la diversification et la résilience des chaînes de valeur, ainsi que la réduction de la dépendance des filières critiques.

Une volonté de continuer à définir des standards dans les relations commerciales et d'investissement à l'intérieur et à l'extérieur de l'UE, tout en œuvrant pour la préservation d'une architecture du commerce international basée sur des règles et sur le multilatéralisme mais aussi des partenariats avec des démocraties dont on partage les valeurs.

Une amélioration de la capacité à prendre des décisions rapides, notamment en politique étrangère et de sécurité, afin de faire de l'UE un acteur fort sur la scène mondiale sur les questions de paix et sécurité. Les citoyens ont également exprimé la nécessité de développer une politique commune efficace envers les autocraties et les régimes hybrides. Les citoyens demandent aussi d'offrir des

perspectives crédibles d'accession à l'Union aux candidats potentiels.

Une nouvelle boussole pour l'UE : améliorer la capacité et la liberté d'agir dans le long terme de l'UE

Apporter des réponses à ces demandes oblige l'Union à une révolution culturelle. L'Union s'est développée comme puissance économique et normative, établissant des règles du jeu équitables au sein du marché unique et faisant lever sur les institutions multilatérales pour les projeter et les imposer à l'extérieur, notamment par une politique commerciale capable d'affirmer les standards européens comme référence mondiale. Elle a dessiné ces règles sur le principe de défense de la libre concurrence afin d'éviter les collusions notoires entre industrie et politique de son passé de guerre.

La confrontation plus agressive des puissances, avec son lot d'instrumentalisation du commerce, de l'investissement direct étranger et de la taxation, la marginalisation des instances multilatérales et la fragmentation du commerce mondial rendent beaucoup plus compliquée la poursuite de la stratégie européenne qui a le libre-échange comme condition nécessaire.

Ce changement de paradigme a poussé l'UE à l'abandon de sa naïveté géopolitique et l'a obligée à une prise de conscience stratégique avec la nouvelle Commission. Cela se traduit par une mise en cohérence de ses politiques et de ses objectifs autour d'une stratégie industrielle, d'une approche plus pragmatique de la politique de la concurrence et des aides d'État, du contrôle des investissements directs étrangers et d'une révision de sa politique commerciale pour mieux servir ses intérêts stratégiques.

L'autonomie stratégique, oui mais ouverte

Si, depuis 2011, la Commission procède à une évaluation régulière de ses dépendances en matières premières critiques. Ce n'est qu'à partir de 2020 qu'elle lance le recensement de ses dépendances dans les filières critiques et fait suivre la mise en place de partenariats stratégiques avec l'alliance européenne pour les matières premières, celle pour les batteries électriques, celle pour les semi-conducteurs, celles pour les données industrielles et le cloud. C'est dans cette logique que s'inscrivent aussi son pacte vert pour l'UE, sa stratégie pour le secteur pharmaceutique et la santé ainsi que le plus récent plan REPowerEU sur la réduction de la dépendance au gaz russe.

Au-delà du comblement des lacunes capacitaires, cette stratégie vise aussi le renforcement du marché unique afin de supprimer les obstacles injustifiés qui

subsistent, en particulier dans le domaine des services, d'actualiser le cadre européen de la concurrence pour faire en sorte qu'il réponde aux défis de la transition écologique, de la transformation numérique et de l'évolution du contexte mondial. Elle opère un réglage du principe de défense de la libre concurrence et du libre-échange pour le rendre cohérent avec la poursuite des objectifs politiques, économiques et financier de l'UE. Elle trace une nouvelle ligne d'équilibre entre les interdépendances bénéfiques liée au libre-échange et les dépendances dangereuses, en assurant un arbitrage entre souveraineté sur les technologies et les approvisionnements et défense du libre commerce.

Le mix multilatéralisme et unilatéralisme

La défense d'un système « ouvert et basé sur des règles », définies à l'OMC ou dans des accords de libre-échange, reste la boussole de la politique commerciale de l'UE. À cette fin, l'Union donne la priorité à la réforme de l'OMC et au soutien du multilatéralisme pour le développement durable, les transformations verte et numérique et la stabilité économique et financière.

Cependant, elle affirme vouloir utiliser toutes ces politiques pour apporter des avantages réels aux entreprises et aux travailleurs de l'UE. Elle va donc renforcer son pouvoir normatif pour influencer les autres législateurs, et imposer ses normes selon « l'effet Bruxelles ». Un ensemble de nouveaux instruments va l'aider à poursuivre ses objectifs :

- un nouvel instrument international sur les marchés publics ;
- un outil de lutte contre les subventions étrangères ;
- le système d'ajustement carbone aux frontières ainsi que le projet de règlement pour la lutte contre la déforestation ;
- un règlement anti-coercition pour répondre aux pratiques coercitives des pays non membres de l'UE ;
- une directive sur le devoir de diligence des entreprises.

La poursuite du multilatéralisme va de pair avec l'abandon de toute naïveté sur les pratiques des concurrents, une protection accrue du marché unique et une projection de puissance normative étendue aux nouveaux domaines de la transition énergétique et digitale. Cela doit assurer que les coûts de transformation de l'économie européenne afin de s'affranchir de ces dépendances ne soient pas exploités par les concurrents et ne se traduisent pas par des pertes de compétitivité et d'emplois.

L'UE géopolitique

Le déploiement de la puissance économique et l'élimination des dépendances pourraient ne pas être suffisants pour sécuriser sa capacité d'action dans un monde où le respect de la règle du droit est

remplacé par la logique de puissance et où l'exercice du « hard power » des grandes puissances limite l'efficacité de la stratégie de « soft power » communautaire. C'est ainsi que pour la première fois, en mars 2022, l'UE se dote d'une boussole stratégique, se positionnant comme un acteur géopolitique. Ce positionnement implique une évaluation des menaces, un objectif de construction de résilience et de capacités de défense, mais aussi un choix des partenaires.

Il s'agit d'un exercice compliqué pour un acteur qui n'est pas doté d'une souveraineté au sens propre, puisqu'il faut nommer des ennemis et définir une cartographie de pays et de valeurs amis. Cela oblige l'UE à se positionner de façon univoque et cohérente dans toutes ses politiques dans la confrontation entre États-Unis, Chine et Russie. La reconstruction de la relation transatlantique, abîmée par les administrations américaines précédentes, est un objectif de la boussole et oblige l'UE à aborder l'épineuse question du partage du fardeau de la défense et de l'autonomisation de la politique de sécurité. Au-delà de la réorganisation des capacités de défense et de l'augmentation des dépenses militaires, la reconstruction de cette relation requiert un positionnement dans la relation vis-à-vis du reste du monde, une décision quant à l'adhésion à la logique de rivalité systémique américaine ou à une version plus pragmatique et moins tranchante de concurrence systémique.

Entretemps, l'UE définit ses instruments, qui sont sa stratégie de connectivité économique et de défense dans le projet « Global gateway » qui permet une première cartographie des pays amis, mais aussi son instrument anti-coercition, des mesures restrictives au titre de la politique de sécurité qui ont permis d'étendre le régime de sanctions envers la Russie et de cesser de lui appliquer le traitement de la nation la plus favorisée.

Le renforcement du rôle international de l'euro demeure un objectif prioritaire pour limiter le risque d'exclusion des marchés et pour décourager l'application de sanctions extraterritoriales par d'autres puissances. Cet objectif doit s'armer de l'achèvement de l'UEM, notamment de l'Union bancaire, de l'Union des marchés des capitaux, mais aussi d'un *policy-mix* favorable à la croissance permettant une coordination efficace des politiques monétaires et budgétaires dans le double objectif d'assurer les conditions de soutenabilité et de stabilité financière. Le renforcement du système de protection sociale européen doit être poursuivi comme le facteur clé de soutenabilité du modèle d'économie sociale de marché et le vrai atout de défense de la démocratie libérale européenne.

La désunion avant l'union géopolitique ?

Bien que la guerre en Ukraine ait permis une réponse européenne rapide et unie sur les sanctions et l'envoi de soutien économique et militaire à l'Ukraine, elle n'a pas pour autant créé l'Europe

géopolitique. Réaliser la synthèse des visions nationales dans une vision stratégique commune ne sera pas chose aisée. Plusieurs lignes de fracture peuvent se matérialiser et entraver la construction d'une vision géopolitique commune (relations commerciales avec la Chine, ouverture au reste du monde, lien avec l'OTAN). L'opposition entre une vision libérale et celle d'une intervention plus importante de l'État peut entraver la nouvelle stratégie industrielle. L'arbitrage entre nécessité

d'approfondissement de l'UE pour en augmenter la résilience et le besoin d'élargissement pour sécuriser la frontière orientale de l'Union ne sera pas non plus facile à trancher. Enfin, le positionnement sur l'alliance occidentale des valeurs semble compliqué alors même que le respect des valeurs fondamentales de l'Union est remis en question à son intérieur.

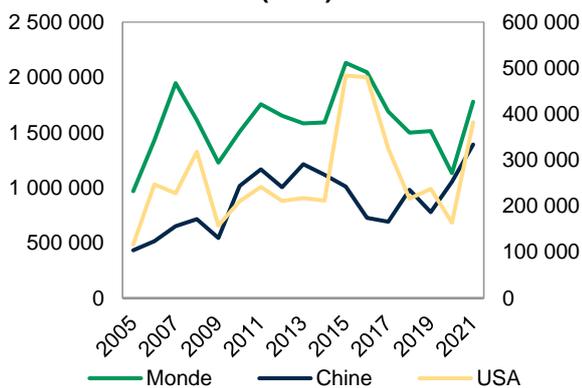
Focus

Géo-économie et investissements directs

Les statistiques de l'OCDE sur les flux d'investissements directs étrangers méritent d'être relues à la lumière du risque géopolitique. Ainsi, il est évident que les questions géopolitiques n'ont pas vraiment découragé les investisseurs directs en Chine jusqu'en 2021. Pourtant, le diagnostic d'un risque géopolitique majeur avait déjà été posé par les politologues depuis plusieurs années, à savoir, la montée en puissance d'un conflit hégémonique, nécessairement amené à faire découpler un jour les chaînes de valeur des produits stratégiques – c'est-à-dire à la fois des produits qui contribuent à la puissance géopolitique, mais aussi à ceux qui garantissent l'autonomie et la souveraineté des États.

Le risque était donc bel et bien là, inscrit dans les documents américains où la Chine était déjà nommée comme ennemi stratégique, et il se déployait lentement. Mais il ne semblait pas un facteur assez puissant d'orientation des décisions d'investissements à long terme des Occidentaux en Chine.

Entrées d'investissements directs (USD)



Source : Datastream Reuters, Crédit Agricole S.A./ECO

La guerre matérialise la prime de risque géopolitique

Comment expliquer un tel décalage dans la prise en compte des risques géopolitiques dans les décisions des investisseurs ? Sans doute faut-il passer par le relais des croyances individuelles des décideurs. Ainsi, l'affrontement États-Unis/Chine était certes perçu et discuté, mais pas totalement crédible pour la communauté des investisseurs, car pas « opérationnalisé », si ce n'est dans la guerre commerciale, ou dans la montée en charge des sanctions économiques. Mais jusqu'en 2021, à l'évidence, cela ne suffisait pas à compenser l'attractivité du marché chinois. En fait, les gains à court terme ont dessiné les orientations stratégiques à long terme.

La guerre montre aujourd'hui les enjeux ultimes d'un risque géopolitique majeur, qui devient alors, et

soudainement, un outil puissant pour redessiner les univers d'investissement. En cela, la guerre fait donc bouger les anticipations d'investissement partout dans le monde, bien au-delà de l'espace européen, simplement en élargissant le champ des possibles. Au fond, elle a (malheureusement) matérialisé la prime de risque géopolitique, qui était si difficile à mettre en évidence – sauf dans la volatilité des changes de certains pays, comme la Turquie par exemple.

Les croyances et les effets de biais géopolitiques ont déterminé des choix d'investissement à long terme

À cela, il faut aussi ajouter la conviction répandue que le cycle hégémonique américain pouvait être suivi d'un cycle chinois. « *La Chine a déjà gagné* » titrait en 2020 le politologue singapourien Kishore Mahbubani. Il expliquait alors que, dans la compétition que se livrent Chine et États-Unis, même si ces derniers sont toujours en tête, la Chine était en train de marquer plus de points parce qu'elle faisait moins d'erreurs que son rival outre-Pacifique. Enfin, l'intégration dans la croyance collective d'un bon nombre d'investisseurs occidentaux de ce scénario géopolitique sous-jacent de « victoire » de la Chine reposait aussi sur la bascule démographique indiscutable du monde vers une Asie dont le centre était chinois, argument qui l'emportait largement sur les fragilités du modèle de croissance de Pékin, pourtant déjà visibles.

À peine deux ans plus tard, la conviction de Kishore Mahbubani mérite d'être prudemment questionnée. Non seulement à la lumière du réalignment stratégique occidental qui va influencer les choix des entreprises (elles s'aligneront, en cas de conflit, sur leurs États), mais aussi des fragilités évidentes du modèle économique et politique chinois. Surtout, l'histoire longue enseigne que les transitions hégémoniques sont des périodes de très grandes incertitudes, car ce sont des moments de montée de la conflictualité, mais aussi de surprises stratégiques. Et plus personne n'en doutera aujourd'hui... Par conséquent, la projection linéaire du remplacement d'un hégémon par un concurrent désigné, sous prétexte par exemple d'une part dans le PIB mondial qui augmente, ne colle pas à l'expérience historique, ni à la complexité et à la longueur de ce qu'est, en réalité, une transition hégémonique. Aujourd'hui, on peut aussi bien assister à la naissance d'un nouveau cycle américain, ou d'un monde coupé en bloc, ou surtout, à des scénarios beaucoup plus complexes de fragmentation, d'où émergerait une situation de puissance plus multipolaire.

En revanche, ce que nous apprend l'histoire tout comme les sciences politiques, c'est qu'il n'y a pas

de puissance hégémonique durable sans qu'elle puisse offrir un nouveau contrat social, reposant sur des choix, des valeurs et un imaginaire partagé par une majorité de citoyens. À la sortie de la guerre, c'est autant le rêve américain que la puissance militaire qui a fondé le cycle hégémonique, et c'est d'ailleurs dans ce domaine, celui du rêve et de la projection individuelle, que la Russie a toujours échoué à proposer une alternative, tout comme l'URSS avant elle. Construire une hégémonie implique aussi une dynamique positive, et pas seulement un affrontement de puissance. Il faut un minimum de légitimité au pouvoir dominant, pour qu'il puisse imposer ses normes, ses principes de régulation, et rétablir ainsi une forme de stabilité du système global de relations internationales.

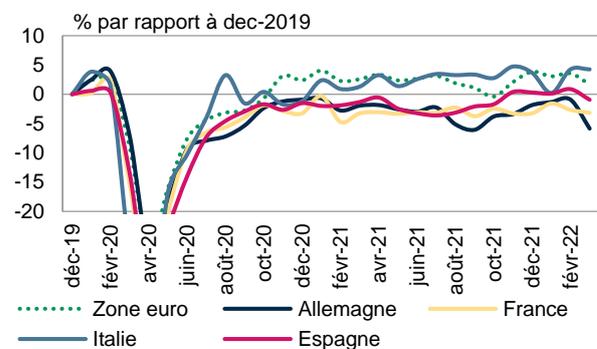
Zone euro

Zone euro : la production industrielle accuse le coup face à la guerre en Ukraine

La production industrielle a reculé de 1,8% sur un mois en mars en zone euro après +0,7% le mois dernier. Cette détérioration résulte principalement d'une chute de la production de biens d'investissement (-2,7% sur un mois) mais aussi des biens de consommation (-2,3%) et dans une moindre mesure des biens intermédiaires (-1,9%). En parallèle, la production d'énergie a diminué de 1,7% sur le mois. La ventilation par pays révèle une chute plus marquée de la production industrielle totale en Allemagne (-5% sur le mois) et en Espagne (-1,8%) tandis qu'elle se stabilise en France (-0,5%) et stagne en Italie. En glissement annuel, la production de la zone euro accuse un recul de 0,9% mais demeure néanmoins au-dessus de 1,7% de son niveau pré-crise. Toutefois, ce redressement semble surtout résulter d'une dynamique plus favorable en Italie tandis que partout ailleurs elle n'a pas encore retrouvé son niveau d'avant-crise. En Allemagne, la production industrielle hors énergie et construction a reculé de 4,6% sur un mois en mars après +0,2% en février. Cette rechute est particulièrement significative en biens d'équipements (-6,6% sur le mois) et biens intermédiaires (-3,8%) et beaucoup moins importante dans les biens de consommations (-1,5%). Les commandes enregistrent également un net repli de 4,7% sur le mois, reflétant les premiers effets de la guerre en Ukraine sur l'activité industrielle. Les commandes en provenance de la zone euro continuent néanmoins de progresser tandis que celles hors de l'Union chutent

brutalement (-13,2% sur le mois). Sur l'ensemble du premier trimestre, l'Allemagne enregistre néanmoins une croissance de 0,5% de sa production industrielle mais celle-ci demeure encore 5,6% en-dessous de son niveau d'avant-crise. Les anticipations de production à six mois sont fortement entaillées, notamment dans le secteur automobile où la pénurie de produits intermédiaires provoque des goulets d'étranglement et une hausse des coûts significative. Dans ce secteur, 90% des entreprises sondées déclarent faire face à de graves problèmes d'approvisionnement en mars (80% pour l'ensemble de l'industrie).

UEM : écart de production industrielle au niveau pré-crise



Sources : Eurostat, Crédit Agricole S.A.

Notre opinion – La production industrielle en zone euro a de nouveau chuté au mois de mars avec les premiers effets de la guerre en Ukraine. La pénurie de produits intermédiaires s'est intensifiée, accentuant les effets inflationnistes déjà à l'œuvre avec la pandémie, tirant davantage les coûts de production à la hausse. Dans le même temps, les commandes semblent assez marquées par les incertitudes sur l'évolution de la guerre en Ukraine. La croissance du premier trimestre n'a été que faiblement impactée par le ralentissement de la production industrielle, mais celle du deuxième trimestre pourrait être davantage endommagée par un coup de frein plus brutal de la production industrielle si les commandes ne se redressent pas rapidement.

Espagne : l'industrie résiste, sous pression

La production industrielle en Espagne a ralenti en mars et a augmenté de 1,1% en glissement annuel (4,1% en février). L'indicateur publié par l'INE cumule désormais cinq mois de hausses consécutives.

La croissance de la production industrielle en mars a été tirée par les biens de consommation, dont la production a augmenté de 6%, avec une intensité plus importante dans les biens non durables (6,2%) que dans les biens durables (3,5%), ainsi que par l'énergie (2,8%). La production de biens d'équipement a également augmenté, bien que dans une moindre mesure, (0,4%) tandis que celle de

biens intermédiaires a reculé de 3,2%. La hausse de la production en mars a été tirée par la fabrication d'autres matériels de transport (17,9%) et de produits pharmaceutiques (16,9%), ainsi que par l'industrie du bois et du liège (15,4%) et du cuir et des chaussures (14,2%). Ces augmentations ont compensé les réductions observées dans la production des industries extractives (-20,5%), la fabrication de véhicules automobiles, remorques et semi-remorques (-13,2%) et la fourniture d'eau, les activités d'assainissement et la gestion des déchets (7,9%).

Au T1 2022, la production industrielle a augmenté de 3,1% en moyenne, l'industrie du bois et du liège (24,4%) et la fabrication de vêtements (23,1%) étant les activités qui ont le plus progressé, tandis que la fabrication de véhicules automobiles (11,8%) et l'approvisionnement en eau et la gestion des déchets (4,4%) ont diminué.

Une fois corrigé des effets saisonniers et calendaires, l'indice a progressé de 0,1% en rythme annuel, soit un taux inférieur de 2,7 points à celui enregistré en février, tandis que l'évolution mensuelle a été négative, avec une baisse de 1,8% par rapport à février.

☑ Notre opinion – Dans un contexte général de relance progressive de l'activité tout au long de 2021, le secteur manufacturier espagnol a évolué en ligne avec l'ensemble de l'économie : la VAB de l'industrie manufacturière a augmenté de 6% en 2021 (un peu plus rapidement que la moyenne de l'économie, 5%) ; un chiffre élevé, bien qu'insuffisant pour compenser la forte baisse intervenue en 2020 (-12,1%). Le solde de tous les indicateurs d'activité disponibles pour le secteur est positif en 2021 : la production a augmenté d'un peu plus de 8%, les immatriculations ont augmenté de 1,3%, le chiffre d'affaires a augmenté de 16% (cumulé jusqu'en novembre) et les exportations, d'environ 20%. Cependant, seuls le chiffre d'affaires et les exportations sont nettement au-dessus des niveaux d'avant-pandémie. L'évolution trimestrielle de la VAB signale que la reprise du secteur a connu un coup d'arrêt au S1-2021 (-3,5%), affectée par la hausse des prix des matières premières, des factures énergétiques plus élevées et des problèmes dans les chaînes d'approvisionnement. En effet, la forte réactivation du cycle mondial tout au long du S1-2021, en plus de l'effet des problèmes d'approvisionnement du côté de l'offre, ont fait place à une hausse générale des prix des matières premières, et en particulier des métaux industriels et des matériaux énergétiques, davantage liés au cycle économique mondial.

Le déclenchement de la guerre en Ukraine a renforcé la hausse des métaux et des matières premières énergétiques, la Russie étant un producteur et exportateur dominant de pétrole (deuxième producteur mondial) et de gaz naturel (40% du gaz consommé par l'UE). Le pays est également un producteur important des métaux clés pour l'industrie manufacturière comme l'aluminium et le nickel. Il s'agit des métaux très polyvalents, utilisés comme inputs dans de nombreuses industries. Le fort rebond de leurs prix se traduira par une augmentation substantielle des coûts de production de l'industrie manufacturière. La dernière enquête trimestrielle de la Commission européenne pour le secteur industriel pointe la pénurie de matériaux ou d'équipements comme le principal frein à la production. En effet, jusqu'à 25% des entreprises industrielles espagnoles mentionnent qu'un facteur limitant leur capacité de production est la pénurie de fournitures, alors qu'habituellement seulement entre 2% et 9% des entreprises signalent des problèmes de ce type.

Parmi les entreprises industrielles qui souffrent le plus des pénuries de fournitures, l'industrie automobile se distingue sensiblement, en raison des longs délais d'acheminement des pièces métalliques et des pénuries de semi-conducteurs. En Espagne, 65% des constructeurs automobiles signalent des problèmes de pénurie, et la tendance des derniers mois ne semble pas indiquer une amélioration (il y a trois mois 55% des entreprises signalaient cette difficulté). La perte de vigueur de l'industrie manufacturière tout au long de l'année 2021 s'est clairement concentrée dans l'industrie automobile, où l'on observe un écart important par rapport au niveau pré-Covid (-23% au T4-2021), qui s'est aggravé au fil des mois. Il s'agit d'une industrie qui n'a cessé de surmonter les obstacles ces dernières années. D'une part, ce secteur a été plongé dans un changement de modèle commercial et de production depuis l'explosion du diesel gate en 2015 et la prise de conscience environnementale croissante des consommateurs et des régulateurs. D'autre part, la pandémie a prolongé le télétravail et réduit la mobilité des personnes, ce qui a modéré le besoin de renouveler la voiture. De plus, l'incertitude réglementaire persistante et les doutes sur l'orientation du secteur font que l'acheteur potentiel de voitures hésite sur le type de véhicule qu'il est le plus pratique d'acheter en ce moment. À tout cela s'ajoutent désormais les problèmes d'approvisionnement de certains composants, notamment dus à la pénurie d'approvisionnement en semi-conducteurs, cruciaux pour la production des nouveaux modèles de l'industrie automobile, qui a pénalisé la production pendant certaines périodes de 2021.

D'autres branches de l'industrie manufacturière ont également affiché une performance relativement faible au cours des derniers mois. Le cas de la fabrication de produits métalliques se démarque, où la production est encore inférieure de 7% aux niveaux pré-Covid, malgré sa forte relation avec le secteur de la construction, probablement plombé par le rebond des prix des métaux industriels (qui représentent environ 36% de sa structure des coûts). Dans ce groupe, nous trouvons également la métallurgie (elle aussi plombée par la hausse de ses coûts), le textile (en raison d'une reprise de la consommation plus faible que prévu), le raffinage du pétrole (la demande ne se redresse pas aussi vite en raison de la forte hausse des prix) ou encore les arts graphiques (affectés par la hausse du prix du papier et par la baisse de la demande d'activité publicitaire).

À l'opposé, on trouve une série de secteurs qui ont retrouvé des niveaux d'avant-crise et qui permettent de compenser une partie de la faiblesse des industries précédentes : les industries agro-alimentaires (portées par le changement des habitudes de consommation suite à la pandémie), les industries auxiliaires de la construction (producteurs de ciment et d'autres minéraux non métalliques) et l'industrie chimique (étroitement liée à la production des industries pharmaceutiques et alimentaires). De manière générale, il s'agit d'industries soutenues par la réactivation du cycle et par les caractéristiques du scénario post-confinement de ces derniers mois, mais elles se distinguent aussi pour être un peu moins affectées par les problèmes des chaînes d'approvisionnement.

L'évolution du secteur manufacturier en 2022 est soumise à une grande incertitude, puisque le déclenchement du conflit en Ukraine a entraîné une aggravation supplémentaire des problèmes d'augmentation des factures énergétiques, d'augmentation des coûts du secteur et, potentiellement, de devenir un facteur qui affecte les chaînes d'approvisionnement mondiales. Cependant, il convient de noter que le secteur continuera d'avoir une demande relativement dynamique, grâce à la reprise de la demande de biens finaux et à l'effort de reconstitution des stocks, comme on l'a déjà vu ces derniers mois. De plus, la modération de la crise sanitaire et la redynamisation des projets liés au programme NGEU permettront de compenser en partie les difficultés externes et contribueront à jeter les bases d'une croissance plus solide à long terme.

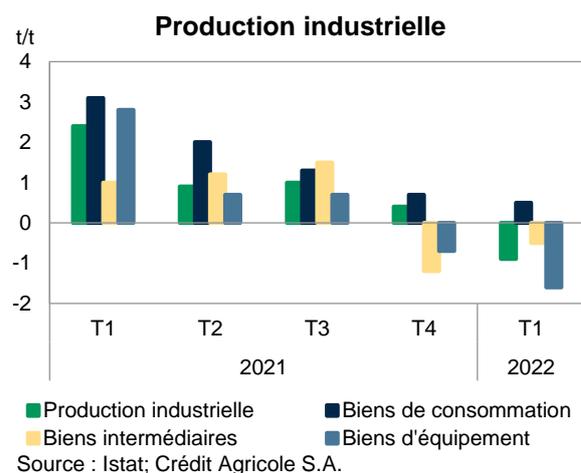
 **Italie : recul de la production industrielle au premier trimestre**

Le premier trimestre s'est soldé par un recul de la production industrielle de 0,9% par rapport au trimestre précédent. Sur le mois de mars, la croissance de la production industrielle est restée nulle par rapport à février et est en hausse de 3% par rapport à mars 2021. La baisse de la production de biens intermédiaires a été compensée par la croissance de l'ensemble des autres catégories de biens. Tandis que l'énergie a augmenté de +2,7%, la production des biens de consommation et de biens d'équipement est restée plus contenue à +1,0% et +0,4%.

Sur le trimestre, le secteur de l'énergie a enregistré des performances négatives (-2,2%). Il en est de même pour les biens intermédiaires et les biens d'équipement (respectivement -1,6% et -0,5%). Les biens de consommation ont cependant progressé (+0,5%), soutenus par la composante durable (+1,8%).

Le textile et habillement (+1,2%), la chimie (+0,8%), l'industrie des produits électroniques (+4,1%) et celle des moyens de transport (+3%) sont les seules

branches à enregistrer une croissance de leur production au cours du trimestre par rapport au trimestre précédent. Les reculs les plus importants concernent les branches de cokéfaction, de fabrication d'articles plastiques et la pharmacie.



Notre opinion – La baisse de la production industrielle au premier trimestre n'est pas un phénomène temporaire selon la Confindustria, dont l'enquête indique un nouveau recul de 2,5% en avril. Les difficultés liées à la hausse des coûts des intrants ainsi qu'aux délais de livraison plus longs restent élevées, bien qu'atténuées par rapport aux mois précédents. Ce léger sursis laisse cependant la place au ralentissement de la demande. La confédération des industries rapporte en effet un recul du volume des commandes de 0,4% au cours du mois d'avril, qui devrait se poursuivre dans les prochains mois si l'on se réfère aux anticipations des entreprises sur les commandes. Les attentes sur les niveaux de production sont également en recul et retrouvent le niveau de mars de l'année dernière.

Royaume-Uni

Royaume-Uni : la croissance du premier trimestre pénalisée par l'automobile

Le PIB britannique a crû de 0,8% en variation trimestrielle au premier trimestre, c'est moins qu'anticipé (BoE : 0,9%, consensus : 1%, Crédit Agricole : 1,2%). L'économie se situe 0,7% au-dessus de son niveau du T4-2019. Sous l'effet de la hausse des prix, le PIB nominal affiche un rebond de 2,5% sur le trimestre, se hissant 8,6% au-dessus de son niveau du T4-2019.

En termes de décomposition sectorielle, tous les principaux secteurs ont contribué positivement à la croissance sur le premier trimestre. Les services ont bondi de 0,4%. La production industrielle a crû de 1,2%, grâce à une progression de 1,3% de la production manufacturière, et la construction a grimpé de 3,8% sur le trimestre.

Essoufflement de la croissance en février et en mars

Après un rebond solide de l'activité au mois de janvier (+0,7% sur le mois en variation mensuelle), le PIB a été stable en février. Les deux chiffres ont été révisés de 0,1 point de pourcentage à la baisse par rapport à l'estimation initiale.

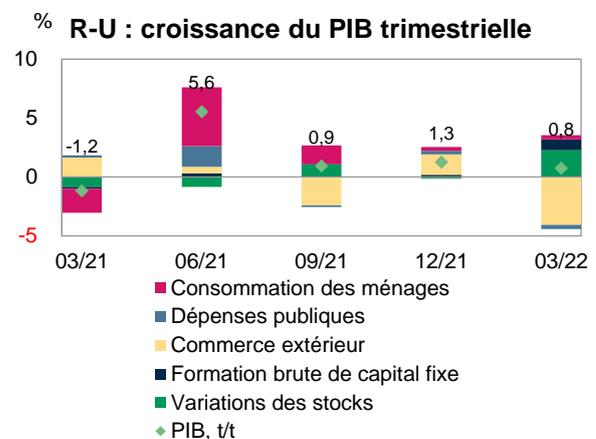
Mais surtout, la faiblesse de l'activité s'est accentuée en mars avec une baisse de 0,1% sur le mois. C'est le secteur des services qui a le plus contribué à cette baisse. Il a reculé de 0,2% sur le mois. Le commerce de ventes de gros et de détail (-2,8% sur le mois) a été le principal contributeur à la baisse dans les services en raison d'une chute de 15% des ventes de voitures. L'activité dans les services a été également pénalisée par le recul des dépenses de santé liées au Covid-19, notamment une baisse des activités de tests et de vaccinations (de 22% en moyenne sur le mois). À l'opposé, les dépenses dans d'autres services personnels ont contribué positivement à la croissance, grâce à un rebond de 4% sur le mois mais depuis des niveaux encore très bas. L'industrie a également reculé de 0,2% sur le mois, avec une baisse de 0,2% de la production manufacturière, tandis que la construction a crû de 1,7%.

Une consommation privée résiliente et une demande intérieure portée surtout par les variations de stocks

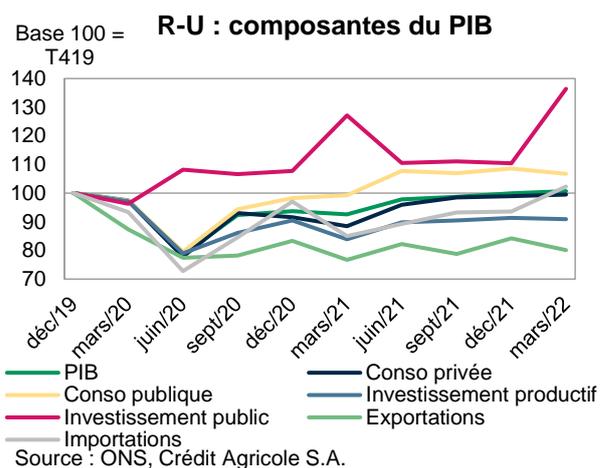
Au premier trimestre, la croissance a été pénalisée par le commerce extérieur. Celui-ci contribue de manière très négative à la croissance (pour -4,1 points de pourcentage), en raison d'une baisse marquée des exportations (-4,9%) combinée à une hausse significative des importations (+9,3%). Cette dernière s'accompagne d'un rebond solide de la demande intérieure (+4,8%), résultat surtout d'un fort mouvement de restockage. Les variations de stocks ont contribué pour 2,3 points de pourcentage à la croissance trimestrielle, grâce notamment au

secteur de la vente de gros et de détail. La consommation des ménages affiche une certaine résilience avec une hausse de 0,6% après 0,5% au T4-2021, qui s'explique par une hausse des dépenses dans le secteur restauration et hôtellerie notamment.

Enfin, la formation brute de capital fixe (FBCF) rebondit de 5,4% sur le trimestre et excède pour la première fois son niveau d'avant-Covid-19 (de 3,4%). La baisse de 0,5% de l'investissement productif a été largement compensée par une hausse considérable de l'investissement public (+23,6% sur le trimestre) et de l'investissement immobilier (+5,2%).



Source : ONS, Crédit Agricole S.A.



Une récupération toujours incomplète de la consommation privée

L'évolution des composantes du PIB depuis le début de la crise montre que, si le PIB a enfin dépassé son niveau de pré-crise, ce n'est pas encore le cas de son moteur principal, à savoir la consommation des ménages. Celle-ci se situe toujours en-dessous de son niveau d'avant-Covid, de 0,5%. En effet, l'arrêt du soutien public lié à la pandémie en octobre

dernier (notamment du dispositif du chômage partiel) et l'accélération de l'inflation ont provoqué une rechute brutale de la croissance du revenu disponible brut réel en territoire négatif dès le T3 (-0,6% sur un an) et qui s'est aggravée au T4 (-1%). La vague Omicron fin 2021 et début 2022 a aussi sans doute pesé sur les dépenses de consommation, notamment dans les services.

Une faiblesse persistante de l'investissement productif

L'investissement productif demeure également très en-dessous de son niveau du T4-2019 (-9,1%). Les

déductions fiscales mises en place par le gouvernement depuis avril 2021 (« *super deduction* ») ont pour le moment un effet décevant sur l'investissement. Les postes où l'investissement souffre le plus sont l'équipement de transport et autres bâtiments et structures. Le premier se situe 26,8% sous son niveau de pré-Covid-19, le second est à -20,4%. Le manque de composants, notamment de semi-conducteurs, demeure la principale raison expliquant la faiblesse dans le secteur des véhicules.

☑ Notre opinion – *Les détails du PIB trimestriel sont moins décevants que le chiffre de croissance lui-même. La consommation des ménages a même légèrement accéléré par rapport au trimestre précédent. Si les ménages ont moins acheté de voitures, ils ont consommé plus de services (restauration et hôtellerie notamment) et dépensé en vêtements et autres biens et services. Cette résilience de la consommation semble en contradiction avec la baisse de la confiance du consommateur (qui nous enseigne davantage sur le futur), mais n'est pas étonnante au regard de la bonne tenue du marché du travail, de la hausse des salaires ou encore du fort rebond du crédit à la consommation sur le trimestre.*

Néanmoins, la dynamique mensuelle du PIB révèle un réel essoufflement avec cette stagnation de l'activité en février et en mars causée par le secteur de la vente d'automobiles. Une amélioration à brève échéance de ce secteur semble peu probable du fait de l'accentuation des pénuries de semi-conducteurs depuis la guerre en Ukraine et les perturbations des chaînes de production. Nous anticipons un net ralentissement de la croissance à partir du deuxième trimestre (de 0,8% au T1 à -0,1% au T2) du fait de la hausse de l'inflation et de l'aggravation des contraintes d'offre, impactant à la fois la consommation des ménages et l'investissement des entreprises. La croissance au T2 sera par ailleurs pénalisée par le jour férié supplémentaire en lien avec le jubilé de la reine, mais on aura un effet de rattrapage au T3. Les chiffres du PIB seront donc volatils dans les prochains trimestres et pourraient rendre difficile leur interprétation concernant la tendance sous-jacente de la demande.

Pays émergents

Asie

Philippines : un peuple qui oublie son passé se condamne à le revivre

Voilà ce qu'on pourrait se dire après l'élection triomphale de Ferdinand Marcos Jr – dit Bongbong –, fils de l'ancien dictateur qui régna sur les Philippines de 1965 à 1986 avant de mourir en exil à Hawaï en 1989. Les résultats finaux ne seront probablement pas connus avant plusieurs semaines, mais avec plus de 30 millions de voix contre un peu moins de 15 pour Leni Robredo, l'actuelle vice-présidente, les dés sont jetés.

Avec un âge médian inférieur à 26 ans, une large majorité des Philippins n'a pas connu l'époque de la dictature, et surtout la loi martiale, instaurée entre 1972 et 1981, qui avait conduit à l'emprisonnement et bien souvent à la torture de plus de 70 000 opposants au régime. Ils ignorent également souvent que la famille Marcos détient un triste record : celui des gouvernants politiques à avoir détourné le plus d'argent des caisses de leur pays. Depuis 1986, 5 milliards de dollars ont pu être récupérés par la commission mise en place à la fuite de Marcos père, mais il reste encore 2,4 milliards faisant l'objet de litiges. Litiges sur lesquels Marcos fils s'est bien gardé de communiquer dans son programme.

Et de ce programme, on ne sait en réalité pas grand-chose. Marcos Jr a en effet refusé toute interview dans la presse nationale, et tout débat avec ses compétiteurs, se contentant de grands meetings visant à réécrire l'histoire de sa famille et de campagnes massives de désinformation sur les réseaux sociaux. Objectif : minimiser les exactions commises sous le règne du père, faire remonter les origines de la fortune familiale avant la colonisation espagnole et surtout dénigrer chacun de ses adversaires en les traitant de « communiste » et en les associant à la guérilla (la Nouvelle Armée du peuple) qui sévit encore dans certaines des régions les plus pauvres du pays.

Élu en tandem avec la fille de l'actuel président Rodrigo Duterte, Sara Duterte, Bongbong ne s'est cependant pas fait totalement adouber par son prédécesseur, qui voyait d'un mauvais œil son statut d'héritier. Il devrait cependant sans nul doute poursuivre sa politique autoritaire sur le plan intérieur, qui va de la lutte contre la drogue ayant conduit à des milliers d'exécutions en dehors de tout cadre judiciaire à la répression brutale de certains dissidents.

Et sur le plan économique ?

L'élection de Bongbong a plutôt été mal accueillie par les marchés, qui avaient pourtant eu le temps de s'y préparer tant son avance dans les sondages était

écrasante. L'indice boursier a ainsi perdu du terrain depuis février et l'approche des élections.

Le nouveau président hérite d'une situation économique difficile. Les Philippines ont enregistré l'une des pires récessions (le PIB s'est contracté de 9,6%) du monde en 2020, et la croissance en 2021 (5,6%) est loin d'avoir été suffisante pour effacer les stigmates de la crise. L'année passée a été marquée par de nouvelles difficultés liées au Covid-19, qui se sont traduites par de nouvelles périodes de confinement dans la zone de Manille, aux effets dévastateurs pour l'activité, en raison des lents progrès de la vaccination. Un peu moins de 65% de la population a été vaccinée avec deux doses, ce qui exposerait encore potentiellement l'économie en cas de retour d'un variant plus létal.

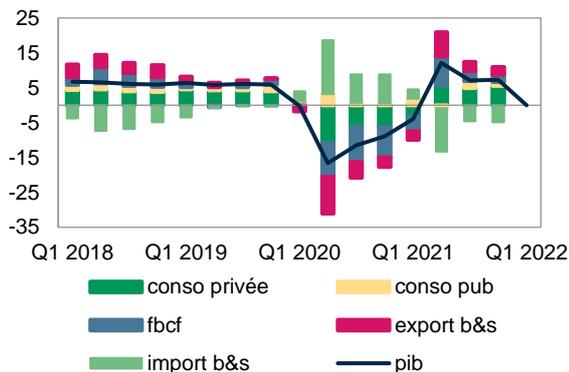


La reprise s'est cependant consolidée en fin d'année, et les Philippines font partie des rares économies dont les perspectives de croissance ont été légèrement revues à la hausse pour 2022 entre octobre et avril (de 6,3% à 6,5%). Ce dynamisme se fonde essentiellement sur l'accélération de la consommation privée et la légère amélioration du marché du travail, qui devrait se poursuivre avec la réouverture totale des frontières (depuis le 1^{er} avril, tous les touristes vaccinés sont autorisés à entrer sur le territoire).

Les comptes extérieurs en revanche sont déstabilisés par la forte hausse du prix des matières premières, en particulier du pétrole, dont le pays est importateur net. La grande incertitude vient surtout de l'investissement, déjà entré dans une phase de ralentissement en 2019 alors que les inquiétudes sur la politique menée par le président Duterte et ses dérivés autoritaires se renforçaient. En 2021, les Philippines ont toutefois enregistré un niveau de flux entrants d'IDE historique (10,5 Mds de dollars), qui

compensait en partie les très mauvaises performances de 2020.

Philippines : contributions à la croissance



sources : nationales

Quel policy-mix après les élections ?

Le programme « Build, build, build » mis en place par le gouvernement précédent devrait se poursuivre, en mettant l'accent sur les Partenariats Public-Privé (PPP) afin de limiter le creusement du déficit, projeté par l'administration précédente à 7,7% et 6,1% du PIB pour 2022 et 2023 respectivement. Encore faut-il que les entreprises, domestiques et étrangères acceptent de participer à ces programmes, alors même que certaines grandes familles d'entrepreneurs du pays jugées « peu loyales » avaient été largement spoliées par le régime Marcos dans les années 1980.

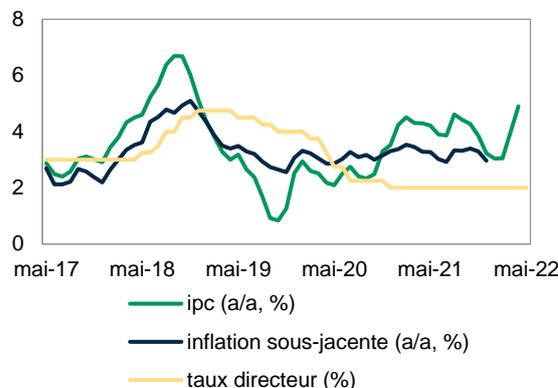
Devant la hausse des prix volatils (énergie et riz), le président élu a aussi promis des politiques de

blocage des prix et la réinstauration d'un fonds de stabilisation des prix du pétrole, mesures qui pèseront aussi sur les finances publiques.

Alors que la banque centrale était jusqu'ici parvenue à maintenir son taux directeur inchangé, l'accélération de l'inflation (4,9% en avril) et surtout le resserrement monétaire américain – qui se transmet à tous les émergents – ne devrait pas lui laisser d'autre choix que de procéder à une remontée des taux.

Reste à savoir si cette dernière pourra être faite de manière graduelle ou si des facteurs exogènes rendront nécessaire des décisions plus radicales. La Malaisie a été le premier pays de l'ASEAN à augmenter son taux directeur cette semaine, engageant sûrement un mouvement dans le reste de la zone (Indonésie, Philippines, Thaïlande).

Philippines : inflation et taux d'intérêt



source : NSO

☑ Notre opinion – Bien qu'attendue, l'élection de Ferdinand Marcos Jr réassocie les Philippines à un passé trouble et peu démocratique, et devrait peser – si ce n'est en interne – sur la perception extérieure du pays. Or, dans un contexte international marqué par une incertitude extrême, et dans lequel la plupart des décisions sont prises en termes relatifs, il n'est jamais bon de se distinguer de manière négative et de donner de nouvelles raisons au marché pour se laisser discriminer.

Moyen-Orient et Afrique du Nord

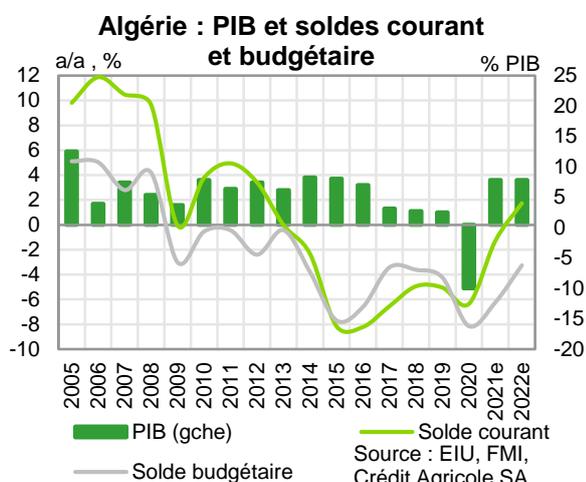
Algérie : des améliorations économiques certaines, mais plus d'inflation

L'année 2021 a été celle du redressement de la croissance pour l'Algérie après la récession de 5,1% en 2020 en raison de la crise sanitaire.

La croissance bien orientée. Le PIB devrait croître de 3,6% au cours de l'année passée grâce au redressement du prix des hydrocarbures et à l'effet de base de la crise sanitaire passée. Si le pays n'a pas encore retrouvé son niveau de PIB d'avant-crise à fin 2021, l'amélioration du marché pétrolier va lui permettre de le réaliser en 2022.

L'année 2022 débute effectivement sous de bons auspices grâce à un prix moyen du pétrole au-dessus de 100 USD le baril, une hausse de 60% a/a par rapport au prix de début 2021. La production d'hydrocarbures progresse de 12,6% au premier trimestre en raison de l'élargissement des quotas dans le cadre de l'accord OPEP+. Les exportations vers l'Europe ont progressé de 9% au premier trimestre en raison du regain d'achats de l'Italie qui compense la baisse de ses importations en provenance de Russie.

En 2022, bénéficiant du double effet prix et volumes, le pays devrait donc poursuivre son redressement et la croissance du PIB pourrait rester stable à 3,6%.



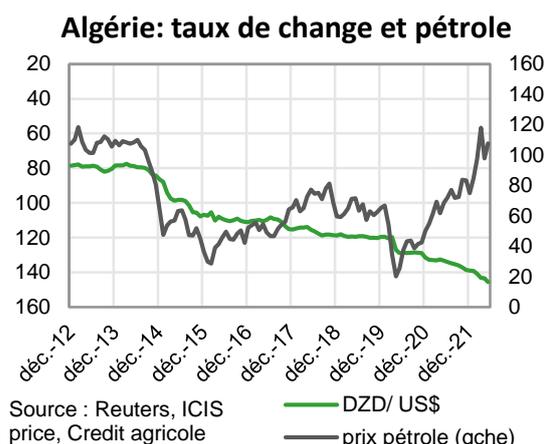
Le PIB non pétrolier devrait connaître une évolution moins favorable en raison de la sécheresse qui affecte le secteur agricole et des perturbations du commerce mondial pour les autres secteurs. Au total, la croissance du PIB va néanmoins rester la plus modérée des pays pétroliers du Moyen-Orient et d'Afrique du Nord.

Des excédents courants en 2022 ?

Les améliorations économiques globales devraient permettre au pays de produire en 2022, de forts excédents commerciaux (biens) après cinq années de déficits (2015 à 2020). Et la meilleure nouvelle macro-économique pour l'Algérie est sans aucun doute le redressement du solde courant qui devrait

être légèrement excédentaire en 2022 si les prix du pétrole se maintiennent à un niveau élevé sur l'ensemble de l'année. Ces améliorations ont d'ores et déjà permis de stabiliser les réserves en devises. Elles ont même légèrement progressé, fin mars dernier, à 46,3 milliards de dollars, soit 29% du PIB.

L'inflation de plus en plus menaçante. Plusieurs phénomènes sont à l'œuvre pour la poursuite d'une hausse assez significative de l'inflation au cours des prochains trimestres : la hausse de l'inflation mondiale en raison de la conjoncture *post-Covid*, les conséquences de la guerre en Ukraine sur le prix des matières premières et notamment des céréales (liés à la perturbation des chaînes d'approvisionnement), la baisse des subventions étatiques sur certains biens, et enfin la hausse de l'inflation importée provoquée par la détérioration de la parité du dinar. Au total, l'inflation s'est établie à 8,1% et 8,9% au cours des deux derniers trimestres de 2021. Au premier trimestre 2022, elle atteint 9,3%, surtout en raison de la hausse des produits alimentaires (14% depuis six mois), mais aussi des services et des produits manufacturés. Au total, l'inflation, de 6,6% en moyenne en 2021, devrait dépasser les 10% en 2022 compte tenu de la combinaison des phénomènes observés. Une baisse à 7% en 2023 est possible si les tensions économiques mondiales s'apaisent et si le dinar ne se détériore pas trop. La baisse du pouvoir d'achat des ménages pourrait nourrir de plus fortes tensions sociales dans les trimestres à venir et c'est un risque à ne pas négliger.



Une politique monétaire sans doute plus réaliste.

Par ailleurs, la politique monétaire semble actuellement en évolution avec visiblement une volonté de mieux protéger les réserves en devises après l'effondrement spectaculaire des années 2010. Le cours du dinar poursuit sa dépréciation par rapport à la monnaie de référence dollar en 2021 mais aussi début 2022 et ce malgré le fort redressement des prix du pétrole. Le dinar a ainsi perdu 16,1% par rapport au dollar américain au cours de

l'année 2021 et 4,7% depuis le début de l'année 2022. Cette forme de décorrélation illustre sans doute une réorientation de la politique monétaire. Celle-ci devrait avoir des effets positifs sur la balance

commerciale en renchérissant les importations et en favorisant les exportations. Cette politique monétaire plus réaliste devrait également permettre de réduire le marché parallèle de la devise.

✓ Notre opinion – *La croissance du PIB, quoique bien orientée, reste modeste pour un pays dont la population croît d'environ 2% par an depuis une quarantaine d'années, de surcroît pour un pays pétrolier. Cette croissance structurellement faible est en grande partie issue de « la maladie de la rente » qui n'a pas permis au secteur non pétrolier de se développer et au secteur privé de prendre le relai de la croissance lors des années de pétrole bon marché. Les décisions de politique économique se heurtent toujours à l'absence de consensus de la classe dirigeante sur l'équilibre entre le poids de l'État et celui du secteur privé dans l'économie, et sans doute aussi à un environnement des affaires plutôt difficile. Les réformes en cours depuis la chute de Bouteflika n'ont pas rendu plus claires les orientations de politique économique, notamment la sortie de son modèle rentier et la diversification de l'économie.*

Europe centrale et orientale, Asie centrale

Le déploiement géopolitique turc impacte l'économie

La guerre accélère les redistributions de puissance et fait bouger certaines équations stratégiques, surtout dans la périphérie européenne. D'abord, parce que l'affaiblissement russe ouvre un vide d'influence ; ensuite, parce que cela augmente le niveau de conflictualité de la géopolitique mondiale ; enfin, parce que l'escalade de la violence et la « déneutralisation » des États en Europe, de plus en plus alignés derrière les États-Unis, posent à chaque pays dans le monde la question difficile de sa position vis-à-vis de cette grande recomposition géopolitique. Tous les risques sont donc réévalués à cette aune, pour les États comme pour les entreprises. Et chacun doit repenser ses alliances dans un nouvel univers stratégique.

Plus que jamais, un État pivot

Cela n'a évidemment pas échappé au président turc, qui plus que jamais, surfe sur un statut géopolitique d'État pivot et de gardien des détroits. Cela lui ouvre une marge de manœuvre que beaucoup de pays n'auront jamais, et cela devient chaque jour encore plus visible avec cette guerre : d'une certaine façon, Ankara se fait discrètement courtiser. Du côté américain, par exemple, on ne dénonce guère l'absence de sanctions turques contre la Russie, ni les récents accords touristiques afin d'organiser des vols plus nombreux entre les deux pays – rappelons que les Russes représentaient 19% des touristes en 2021. Quant à la Russie, elle a même dit « comprendre » la décision turque de fermer son espace aérien aux avions qui transitent vers la Syrie. Il faut dire que la Turquie est surtout, à ce jour, la seule puissance médiatrice qui semble vaguement opérationnelle entre la Russie et l'Ukraine – mais aussi entre les États-Unis et la Russie. Cela lui donne donc un capital géopolitique exceptionnel au sein d'un conflit qui l'est aussi. En somme, Ankara est redevenue fréquentable géopolitiquement.

La prime de risque géopolitique

Cet activisme stratégique turc se déploie néanmoins dans un moment où son économie est fragile, marquée par une inflation à 61%, et où la polarisation politique entre les grandes villes et la campagne va à nouveau s'accroître avec la perspective des élections de 2023. L'enchevêtrement entre géopolitique et économie a certes toujours été une grille de lecture pertinente pour la Turquie, mais cela prend encore plus d'importance aujourd'hui. Il faut rappeler que, jusqu'à présent, la géopolitique a surtout créé beaucoup de chocs de confiance dans la vision que les investisseurs avaient de ce pays, notamment par les effets de contagion du conflit syrien. Ainsi, le taux de change turc incorpore depuis longtemps une prime de risque politique et il va rester, quoi qu'il en soit, fragile (d'autant que le déficit courant est en train de se creuser, et que la Turquie souffre des prix

élevés de l'énergie). Mais la carte de la puissance mondiale offre aussi à Ankara quelques facteurs de stabilisation économique. Par exemple, ces accords de swap conclus avec les banques centrales du Qatar (15 Mds USD), de la Chine (6 Mds USD), des Émirats (5 Mds USD) et de la Corée (2 Mds USD), qui permettent de gonfler un peu les ratios de liquidité du risque souverain – bien que les réserves nettes de la Turquie soient toujours très insuffisantes.

Le drone en cheval de Troie

Mais le déploiement géopolitique d'Ankara ne s'appuie pas que sur son statut d'État pivot. Il y a désormais aussi, venue du Bosphore, une sorte de diplomatie du drone dont il faut prendre la vraie mesure. Peu chers, ces drones se diffusent en effet dans le monde entier, et sur le terrain, les Albayrak semblent jouer un rôle parfois décisif. On les connaissait en Syrie et en Lybie (et n'oublions pas qu'ils seraient utilisés par la police et la gendarmerie turques) ; mais le conflit entre l'Arménie et l'Azerbaïdjan a été une vraie vitrine, puisqu'il a permis de tester grandeur nature, et en Europe, la puissance de feu des produits phares du gendre du président (et oui, restons en famille). La Pologne en a donc commandés ainsi que l'Ukraine, et quelques livraisons se seraient même poursuivies après le déclenchement de la guerre. Aujourd'hui, les drones turcs sont souvent cités dans le récit de l'incendie du dépôt pétrolier de Briansk, qui est tout de même à 150 km à l'intérieur des terres russes... En fait, on retrouve ces drones un peu partout, en particulier à chaque fois qu'un conflit se déclenche, comme par exemple entre le Maroc et l'Algérie. Quant à l'augmentation des livraisons en Afrique, dans le sillage des nombreux voyages présidentiels, elle ne va évidemment pas être neutre dans l'évolution de la conflictualité sur ce continent, extrêmement fragilisé socialement par la crise du Covid-19 et par les conséquences alimentaires de la guerre en Ukraine.

Une carte à jouer dans la recomposition géopolitique de l'Asie centrale

En ce moment, la montée en puissance géopolitique turque est également très visible en Asie centrale, dont la situation stratégique est par ailleurs en train d'évoluer très vite, car la plupart des pays de la région cherchent à ne pas se faire aspirer par l'isolement russe, tout en limitant le risque de dilution face au voisin chinois... Dans ce contexte, la Turquie a évidemment une carte à jouer, d'autant qu'elle bénéficie d'un atout culturel et historique qui s'est souvent matérialisé dans la construction de mosquées ou l'accueil d'étudiants. Le Kazakhstan, dont l'ADN naturel de la politique étrangère a toujours été de cultiver une position multifocale entre

les grandes puissances, vient donc de conclure un large accord bilatéral avec Ankara, qui devrait rapidement augmenter les flux commerciaux entre les deux pays. Le Kirghizstan a quant à lui été le premier pays d'Asie centrale à acheter des drones en novembre, et il devrait être suivi par le Tadjikistan et le Turkménistan.

Être un *hub* de transport, pour la Chine et pour l'Afrique

La Chine surveille évidemment les activités turques en Asie centrale, mais elle a également besoin d'Ankara pour trouver des routes alternatives à la paralysie du tronçon de la route de la soie qui passait par la Russie. En effet, plus la guerre dure, plus il va être important d'augmenter les tonnages transportés par le « middle corridor » qui évite la Russie, enjeu stratégique dont la Turquie va bénéficier. Mais cela va prendre du temps car il va falloir trouver le moyen de désengorger les trois grands ports de la Caspienne. Du côté turc, l'enjeu est parfaitement identifié : devenir la plaque tournante d'une route de la soie chinoise repensée serait un outil puissant pour soutenir une croissance potentielle en train de s'affaiblir. D'ailleurs, la part des dépenses d'infrastructures augmente dans le budget de l'État turc et cela se matérialise très concrètement par le

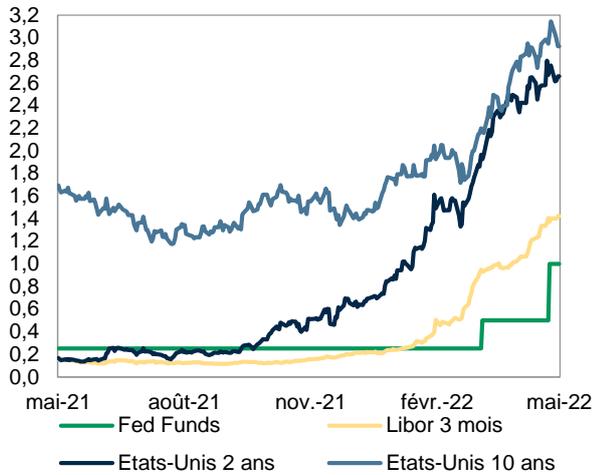
grand chantier du canal à Istanbul, ou par de nouveaux projets ferroviaires et portuaires. Ce statut de *hub* de transport est également au cœur des relations avec l'Afrique et de nombreuses lignes aériennes ont été ouvertes ces dernières années. Les 6 000 étudiants africains en Turquie en profitent mais aussi les PME, qui se développent depuis longtemps sur le marché africain. En Éthiopie, la Turquie est à présent le deuxième investisseur derrière la Chine. Néanmoins, la montée en puissance turque en Afrique s'appuie surtout sur des accords bilatéraux, plus que sur une stratégie globale, et Ankara n'a évidemment pas les moyens de déployer, comme Pékin, une diplomatie de la dette.

Finalement, l'histoire géoéconomique turque incite en ce moment à réfléchir à la nature des canaux de contagion de la guerre. Ainsi, l'étude des impacts économiques par l'offre, la demande ou la confiance des agents économiques doit être éclairée par celle des déplacements de puissance et de stratégie géopolitique. En ce qui concerne la Turquie, cela va certainement jouer un rôle de plus en plus important dans la perception des investisseurs.

Tendances à suivre

Taux d'intérêt en dollar américain

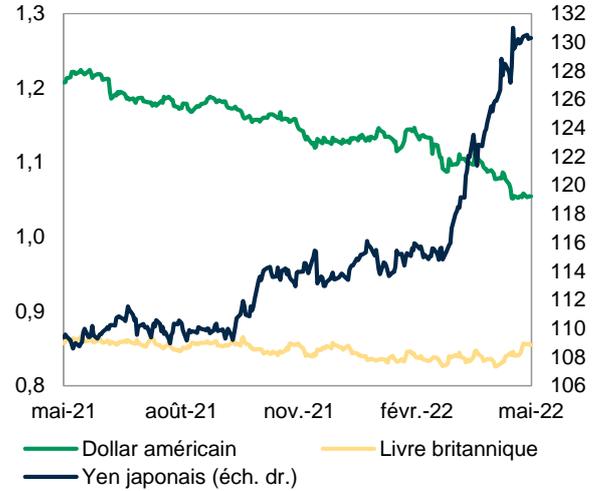
%, interbancaire (Londres) et souverains (Etats-Unis)



Source : Thomson Reuters

Taux de change des principales devises

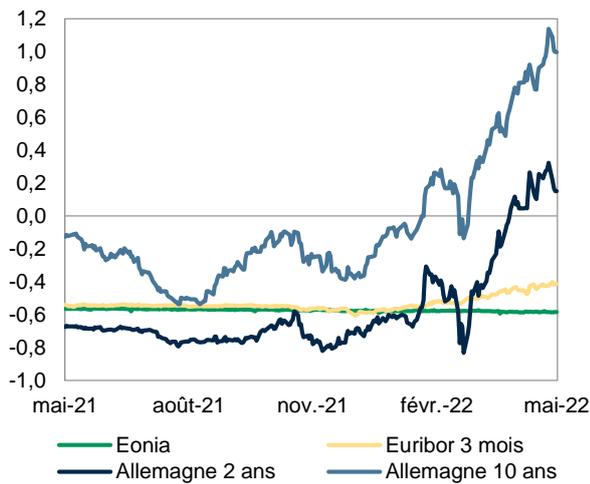
EUR/USD, EUR/GBP et USD/JPY



Source : Thomson Reuters

Taux d'intérêt en euro

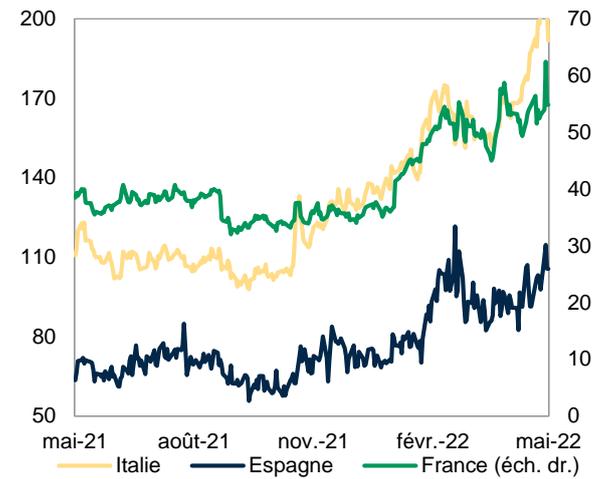
%, interbancaires (Londres) et souverains (Allemagne)



Source : Thomson Reuters

Spreads souverains européens avec le Bund

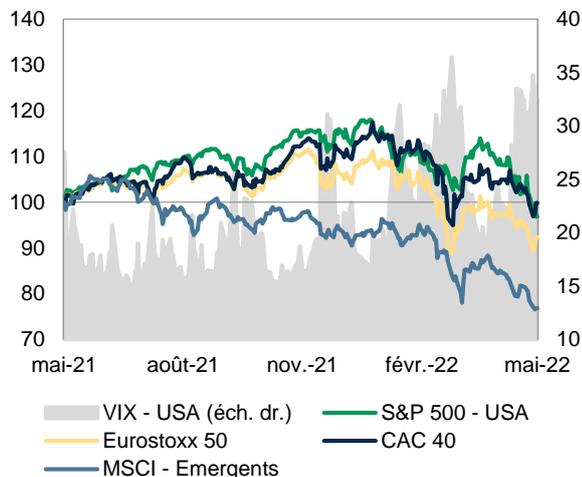
Pdb, dette en EUR à dix ans



Source : Thomson Reuters

Marché actions

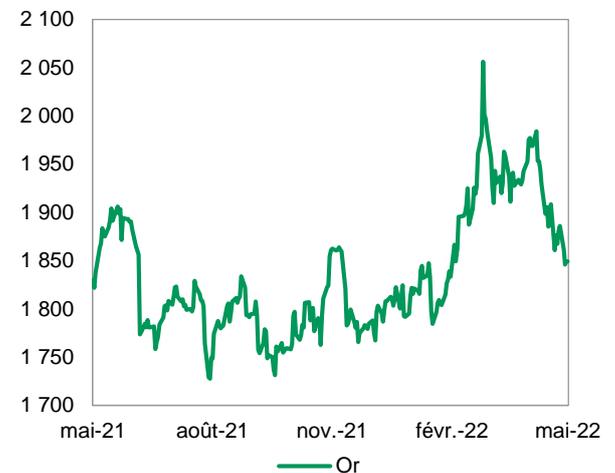
Indice boursiers (100 = début de période) et volatilité VIX



Source : Thomson Reuters

Cours de l'once d'or

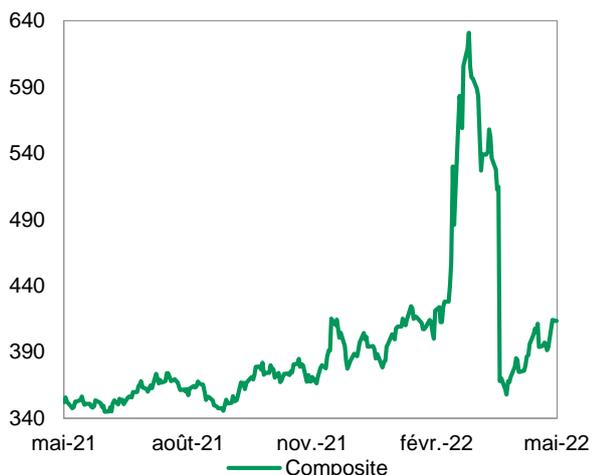
USD/Once troy (Londres)



Source : Thomson Reuters

Spreads souverains émergents avec le T-Bond

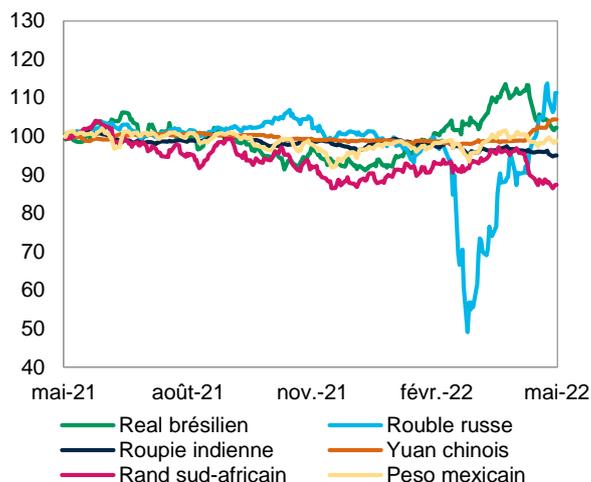
Indices EMBI+ (pdb, dette en USD de plus d'un an)



Source : JP Morgan

Devises émergentes

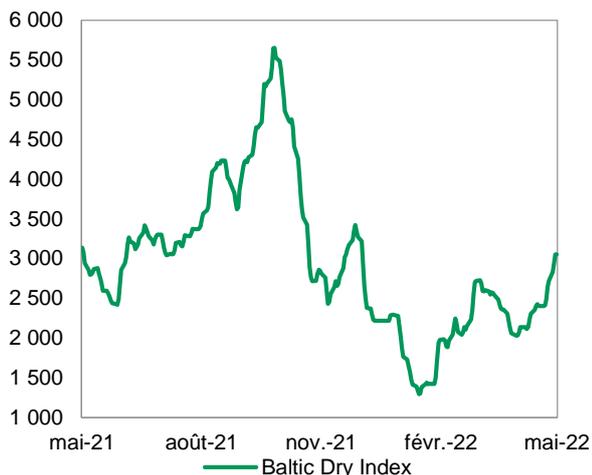
/USD (indice 100 = début de période)



Source : Thomson Reuters

Coût du transport maritime de vrac sec

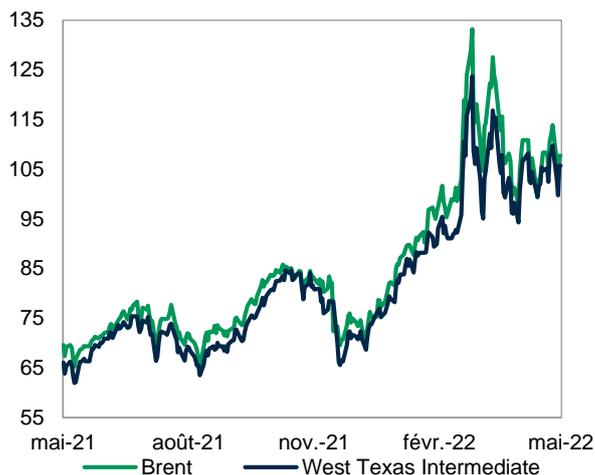
Baltic Dry Index (USD/point)



Source : Baltic Exchange

Cours du baril de pétrole brut en USD

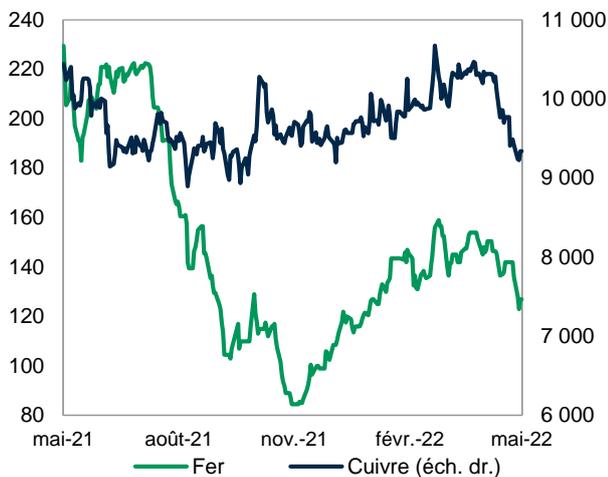
Brent (mer du Nord) et WTI (golfe du Mexique)



Source : Thomson Reuters

Cours des métaux

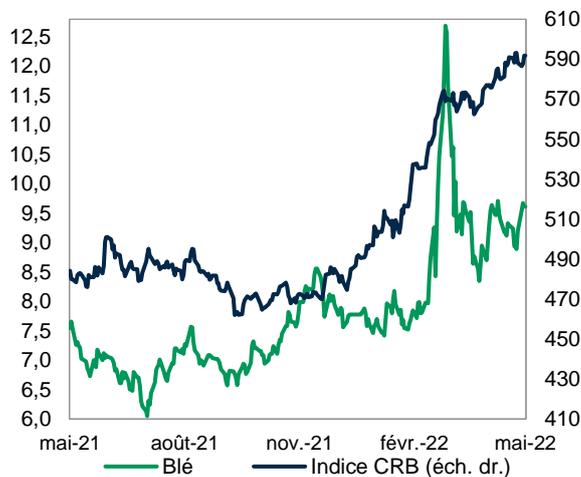
USD/tonne métrique



Sources : Steel Home, London Metal Exchange

Agriculture

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



Sources : USDA, CRB

Consultez nos dernières parutions en accès libre sur Internet :



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

[Un scénario sous haute tension](#)

Date	Titre	Thème
11/05/2022	Afrique du Sud – Les indices PMI témoignent des difficultés du mois d'avril	Afrique du Sud
10/05/2022	Zone euro – Production industrielle et ventes au détail en repli en mars	Zone euro
09/05/2022	Parole de banques centrales – La BoE poursuit son resserrement afin de freiner les effets de second tour	Royaume-Uni
06/05/2022	Monde – L'actualité de la semaine	Monde
06/05/2022	La guerre en Ukraine intensifie la crise de l'huile de palme en Indonésie	Asie
05/05/2022	Éclairages – Dépendance au gaz russe : comment en réduire l'impact en Europe ?	Union européenne
05/05/2022	Oman – Des améliorations macro-économiques grâce au redressement de la rente pétrolière	Moyen-Orient
03/05/2022	Espagne – Un plafond au prix du gaz accordé par l'Union européenne	Espagne
02/05/2022	Italie – Recul du PIB au T1	Italie
29/04/2022	Monde – L'actualité de la semaine	Monde
29/04/2022	France – Conjoncture, Flash PIB : stagnation du PIB au premier trimestre 2022	France
28/04/2022	Le grand écart des banques centrales	Banques centrales
27/04/2022	Brésil – Inflation : bien au-delà des pressions très en amont	Amérique latine
26/04/2022	Espagne – Scénario 2022-2023 : début d'année sous tension	Espagne
25/04/2022	Royaume-Uni – Scénario 2021-2023 : stagflation et risque de récession	Royaume-Uni
25/04/2022	Zone euro – Le rebond des services compense la faiblesse de la production industrielle	Union européenne
25/04/2022	Allemagne – Scénario 2022-2023 : d'une crise à une autre...	Allemagne

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 BENADJAOU, Ticiano BRUNELLO, Olivier ELUERE, Paola MONPERRUS-VERONI (coordination zone euro), Sofia TOZY, Philippe VILAS-BOAS

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

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

Asie : Sophie WIEVIORKA

Amérique latine : Catherine LÉBOUGRE (coordination scénario)

Afrique du Nord, Moyen-Orient : Olivier LE CABELLEC

Afrique sub-saharienne : Thibault ALIX

Documentation : Dominique PETIT, Elisabeth SERREAU

Statistiques : Robin MOURIER, Alexis MAYER

Réalisation et Secrétariat de rédaction : Véronique CHAMPION

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

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

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

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

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