

# Perspectives

Hebdomadaire – N°22/085 – 11 mars 2022

## MONDE – L'actualité de la semaine

☞ <i>Après le choc, un répit précaire</i> .....	2
☞ <i>L'économie de marché, l'économie de crise, l'économie de guerre</i> .....	3
☞ <i>La BCE anticipe la fin des achats d'actifs mais repousse la hausse des taux</i> .....	5
☞ <i>REPowerEU : le plan de l'énergie de la Commission, soit le saut de la logique économique du moindre coût à la logique stratégique</i> .....	6
☞ <i>Allemagne : le lent redressement de la production industrielle s'est poursuivi en janvier</i> .....	8
☞ <i>Allemagne : une dépendance énergétique bien trop élevée !</i> .....	8
☞ <i>Italie : baisse de production industrielle en janvier</i> .....	9
☞ <i>Chine : la cible de croissance annuelle dévoilée, reste à savoir comment l'atteindre</i> .....	11
☞ <i>Chili : de quelle situation économique le nouveau président hérite-t-il ?</i> .....	13
☞ <i>Arabie : les manœuvres capitalistiques de la diversification économique</i> .....	15
☞ <i>Liban : le FMI pose ses conditions pour étudier une aide financière</i> .....	15
☞ <i>Hongrie : déstabilisation de Viktor Orban</i> .....	16

### Après le choc, un répit précaire

Deux semaines après le début de l'invasion russe en Ukraine, l'aversion des marchés au risque s'apaise : le VIX a reculé et les bourses européennes ont remonté cette semaine (hausse de plus de 4% pour le CAC40 et pour l'Eurostoxx50). Les taux obligataires rebondissent : le Bund atteint 0,27% ce vendredi et le taux dix ans américain frôle les 2%, soit des niveaux correspondant à ceux de la période avant l'invasion.

Ce regain d'appétit pour le risque, très précoce et fragile, a été irrigué par deux sources. Tout d'abord, l'espoir, vite dissipé, d'un éventuel cessez-le-feu après le sommet de jeudi à Ankara entre Zelensky et Poutine. Le président ukrainien a proposé une « neutralité » de son pays mais assortie de garanties par les puissances occidentales : une proposition que la Russie n'a évidemment pas acceptée. L'Ukraine a, en outre, refusé de céder aux exigences territoriales de Poutine sur la Crimée et le Donbass. La guerre en Ukraine se poursuit donc avec son cortège de crise humanitaire, des réfugiés quittant le pays en masse pour rejoindre d'autres pays européens, de destructions.

Autre élément justifiant le rebond des bourses mercredi : la baisse du cours du pétrole. Après avoir dépassé 130 dollars/baril en début de semaine, le cours du Brent se traite à environ 112 dollars ce vendredi, soit une baisse de 4,8% sur la semaine : un recul favorisé par une probabilité, perçue comme faible, de mise en place d'un embargo de l'UE sur le gaz russe compte tenu de la forte dépendance d'un grand nombre de pays européens aux importations d'énergie depuis la Russie. Les stocks des pays européens en gaz russe étant très bas (avant même le début du conflit militaire), un tel embargo aurait des conséquences très négatives sur les économies européennes et accentuerait le choc inflationniste. Enfin, les Émirats arabes unis ont déclaré qu'ils feraient pression sur l'OPEP+ (qui comprend la Russie) pour augmenter la production de pétrole. Enfin, l'Agence internationale de l'énergie a annoncé que ses membres allaient libérer 60 millions de barils de leurs réserves d'urgence.

Outre les développements liés à la guerre, les principaux événements économiques marquants de cette semaine sont les chiffres d'inflation du mois de février aux États-Unis et la réunion de la BCE jeudi. L'indice CPI américain a augmenté de 0,8% sur le mois, en ligne avec les anticipations. Le taux d'inflation est passé de 7,5% à 7,9%. La hausse mensuelle du CPI core a atteint 0,5%, également en ligne avec les anticipations, faisant bondir son rythme annuel de 6% en janvier à 6,4%, un plus haut niveau depuis le début des années 1980. Les augmentations des indices des prix de l'essence, du logement et des produits alimentaires ont été les principaux contributeurs à la hausse. L'indice du prix de l'essence a augmenté de 6,6% sur février et

justifie près du tiers de l'augmentation de l'indice CPI sur le mois. L'indice des dépenses alimentaires a augmenté de 1%, un plus haut depuis avril 2020. L'accélération des rythmes d'inflation n'a pas déjoué les anticipations mais les pressions inflationnistes revêtent un caractère de plus en plus généralisé. Or, le conflit en Ukraine et les hausses des prix des matières premières qu'il suscite vont exacerber les pressions haussières sur les prix. Nous continuons néanmoins d'anticiper une hausse de 25 points de base du taux des *Fed Funds* la semaine prochaine ; un mouvement de cette ampleur a été explicitement signalé par J. Powell et paraît justifié par l'incertitude générée par l'invasion russe en Ukraine.

Côté BCE, la réunion de politique monétaire de jeudi s'est soldée par des décisions plutôt *hawkish* : elle a annoncé que la réduction des achats de titres dans le cadre de l'APP serait plus rapide et que la première hausse de taux interviendrait « peu de temps après la fin de l'APP ». Cette nouvelle *forward guidance* ouvre la porte à une fin plus précoce de l'APP qu'anticipé (voir ci-dessous « *La BCE anticipe la fin des achats d'actifs mais repousse la hausse des taux* »). Cela a apporté un soutien bref et modeste à l'euro après la réunion de la BCE ; la devise unique termine toutefois la semaine à 1,10 contre le dollar.

## Éditorial

### L'économie de marché, l'économie de crise, l'économie de guerre

Selon une citation de Lénine « *Il y a des décennies où rien ne se passe et des semaines où des décennies se produisent* ». Nous vivons de telles semaines.

Cette guerre met fin à trois décennies d'apparente déconnexion entre le risque géopolitique et le scénario macroéconomique, du moins selon l'interprétation de la plupart des économistes. Cela a des conséquences profondes sur le scénario mais aussi sur l'organisation institutionnelle de l'Europe.

La bulle créée par la phase de convergence des conditions de financement et des revenus en Europe dans le contexte de la « grande modération » a retardé pendant des années la perception des effets de chocs géopolitiques qui pourtant ont eu lieu, mais qui ont été interprétés comme des risques affectant temporairement le cycle dans une modalité « risk-on risk-off » sans affecter la trajectoire de croissance de long terme.

Pourtant, déjà la grande crise économique et financière de 2008 révélait la fragilité d'un hégémon américain qui n'était plus capable de pleinement tirer profit de l'ordre global qu'il avait contribué à créer et qui ne pouvait plus répondre à la promesse de prospérité de ses citoyens. Mais elle a majoritairement été interprétée comme une simple crise d'accumulation (dans une logique purement cyclique). Elle a pourtant mis en évidence que même en Europe la promesse de prospérité avait ses failles dans un arrêt du processus de convergence réelle, dans la polarisation et dans la difficulté à maintenir les promesses du contrat social forgé dans l'après-guerre. Mais notre analyse s'est principalement focalisée sur l'approfondissement institutionnel de l'Union en prêtant peu d'attention aux mouvements tectoniques qui avaient lieu ailleurs.

Et ce jusqu'à ce que l'arrivée au pouvoir de D. Trump nous rappelle que l'ordre mondial pouvait vite être remis en question, par un retrait des instances de gouvernance multilatérales du commerce, voire de la défense. Mais là encore les économistes ont eu tendance à voir le problème par le « petit bout de la loupe » et à se focaliser sur le coût des barrières tarifaires sans tirer les vraies conclusions de ce positionnement. Ces conclusions furent enfin tirées en Europe par la nouvelle Commission européenne lorsqu'on commença à discuter d'autonomie stratégique et à dessiner une nouvelle frontière technologique pour l'UE, celle de l'économie verte. Il s'agissait là de définir une nouvelle trajectoire de croissance, d'impacter la croissance potentielle. Mais l'approche initiale fut celle habituelle, l'exercice du pouvoir normatif de l'UE, qui aurait dû par la taille de son marché s'imposer ailleurs.

### L'économie de crise

C'était un peu naïf et sans prendre en compte que l'exercice du pouvoir par les systèmes autocratiques concurrents pouvait s'armer du bras long de l'État. Le vrai réveil européen fut celui de l'Allemagne, qui se vit menacé par l'achat chinois de ses fleurons technologiques et qui décida l'Union à apporter une première modification à la logique de marché ouvert autorégulé avec une politique de supervision des IDEs.

La prise de conscience fut accélérée par la Covid et l'Europe accepta finalement de s'armer par une politique puissante d'investissement public et aussi par les premières modifications aux éléments régulateurs de l'économie sociale de marché.

Le Traité de Lisbonne instaure l'« économie sociale de marché » comme un des objectifs principaux de l'Union européenne (UE). L'UE a été construite comme un modèle de règle de droit assurant, d'un côté, la protection des droits fondamentaux et, de l'autre, la défense de la libre concurrence dans le marché unique, avec un espace restreint laissé aux politiques publiques. Ce modèle a comme principes fondateurs un système des prix fonctionnant parfaitement, des marchés ouverts, le respect de la propriété privée, la liberté et la responsabilité contractuelle, la primauté de la politique monétaire et la stabilité des politiques économiques. Les principes régulateurs de limitation des anomalies de l'offre, de limitation des monopoles, des concentrations et des rentes et de correction des externalités négatives étaient prévus mais ont été opérationnalisés à des degrés différents.

La crise a renforcé le cas pour leur application.

- Le rôle assurantiel ultime de l'État s'est imposé ainsi que la plus forte activité stabilisatrice de la politique budgétaire.
- L'assouplissement temporaire du cadre réglementaire s'est rendu nécessaire : politique de la concurrence (aides d'État), politique budgétaire (PSC), politiques macro et micro-prudentielles ; flexibilité dans la politique monétaire par rapport à des critères précédemment imposés

Une économie de crise qui vient donc modifier sinon les éléments fondateurs de l'économie sociale de marché du moins ses éléments régulateurs. Et cela a un impact sur l'amplitude du cycle, sur la capacité de rebond et de résilience, sur la persistance du choc et son impact sur la croissance potentielle, sur

l'interaction entre politiques budgétaire et monétaire affectant donc tous les facteurs qui déterminent un scénario macroéconomique.

### L'économie de guerre

Aujourd'hui, l'économie européenne va devoir passer au stade suivant : de l'économie de crise à l'économie de guerre. Il faudra être attentifs à ce que cela implique. Bien sûr, il y a la quantification des coûts liés aux sanctions, l'impact de l'inflation, la rupture des chaînes de valeur, mais il ne faudra pas oublier les modifications fondamentales des équilibres qu'une économie de guerre implique. Un rôle bien plus important de l'État (à tous niveaux, national et européen) dans la redéfinition de l'équilibre général des ressources et des emplois de

l'économie, avec des changements majeurs dans la stratégie d'approvisionnement, un impact sur les balances de paiements, mais aussi une intervention de l'État dans les politiques de fixation des prix. Ceci est un changement majeur dans nos économies sociales de marché, mais ce facteur régulateur est prévu en cas de dysfonctionnement de l'offre. C'est aussi un rôle accru de la dépense publique qui se préfigure, de court-moyen terme pour soutenir le pouvoir d'achat et la profitabilité, de plus long terme pour l'investissement stratégique et de défense. Il faudra donc réfléchir comment dans cette situation la politique budgétaire peut continuer à fournir un *back-stop* au bilan étendu de la Banque centrale sans que des considérations de soutenabilité viennent le mettre en danger.

## Zone euro

### La BCE anticipe la fin des achats d'actifs mais repousse la hausse des taux

La BCE affirme ne pas vouloir ajouter de l'incertitude à l'incertitude. Sa priorité est avant tout de rendre sa politique de normalisation prévisible tout en restant prudente. Cela passe par une anticipation de la fin des achats d'actifs et un report de la hausse des taux. Avec une telle annonce, elle surprend les marchés qui avaient anticipé une pause dans le processus de normalisation.

Elle a donc ajusté le rythme de ses achats d'actifs dans le cadre de l'APP à 40 milliards d'euros en avril, à 30 milliards en mai et 20 milliards en juin (en baisse par rapport au rythme moyen mensuel de 40 milliards d'euros annoncé en décembre et confirmé en février). Contrairement à l'annonce de décembre d'effectuer 30 milliards d'euros d'achats mensuels en moyenne au cours du T3, le calibrage des achats tiendra compte des données. Si ces dernières confirment l'anticipation selon laquelle les perspectives d'inflation à moyen terme ne s'affaibliront pas, elle mettra un terme aux achats.

Toute modification des taux d'intérêt directeurs de la BCE se produira « quelque temps » après la fin des achats. L'expression « quelque temps » signifie, pour C. Lagarde, le temps nécessaire à l'évaluation de la situation économique à partir des données (soit une semaine ou plusieurs mois) et paraît donc moins court que celui décrit par l'expression « peu après » utilisée précédemment. Cette dernière avait conduit les marchés à anticiper une remontée rapide des taux ; cette remontée sera progressive, souligne la BCE.

L'évolution des taux directeurs restera déterminée par le guidage des anticipations lié à l'inflation : une inflation qui atteint 2% bien avant la fin de l'horizon de projection de la BCE et durablement sur le reste de son horizon de projection, et des progrès de l'inflation sous-jacente suffisants pour être compatibles avec une stabilisation de l'inflation à 2% à moyen terme.

Prévisibilité sur la fin des achats et prudence sur la hausse des taux, si l'on peut résumer ainsi.

Du point de vue macroéconomique, cela fait sens. La nouvelle normalité post-Covid paraît moins déflationniste, notamment après les dislocations en cours sur le marché européen de l'énergie, justifiant le retrait progressif des mesures non conventionnelles nécessitées par la lutte contre la déflation. Le cycle de remontée des taux suivra si les conditions effectives de demande le justifient : une reprise soutenue de la demande alimentant une inflation durablement plus élevée.

Le Conseil des gouverneurs statue donc pour une position intermédiaire entre ceux de ses membres qui souhaitaient avancer dans la normalisation sans conditionnalité par rapport aux données et ceux qui

prônaient l'inaction du fait de l'incertitude des options disponibles face à l'imprévisibilité maximale tout en répondant au mandat de la BCE.

Ce scénario de normalisation a du sens tant que le scénario central de la BCE se réalise. Celui-ci prévoit une croissance du PIB de 3,7% en 2022, marginalement révisée à la baisse par rapport à 4,2% précédemment, du fait d'une baisse de la consommation et de l'investissement. Ce scénario inclut une première évaluation de l'impact de la guerre, qui dessine une dislocation de l'offre d'énergie et un impact négatif sur la confiance, qui ne seraient que temporaires. Les chaînes globales de valeur ne seraient pas significativement impactées. Ainsi, la croissance est peu révisée en 2023 (de 2,9% à 2,8%) et pas du tout en 2024 (1,6%). La révision à la hausse de l'inflation est importante en 2022 (de 3,2% à 5,1%) mais temporaire car l'inflation baisse à 2,1% en 2023 (contre 1,8% précédemment) et revient à 1,9% en 2024 (contre 1,8%). Les effets de second tour sont limités et l'inflation sous-jacente est révisée modérément à la hausse en 2022 (de 1,9% à 2,6%), mais retombe à 1,8% (contre 1,7% précédemment) en 2023 et à 1,9% en 2024 (contre 1,8%). Ce scénario paraît aujourd'hui optimiste.

Les risques sont orientés à la baisse sur le scénario de croissance. Un choc d'offre et un choc de confiance sur la demande peuvent déprimer la consommation et l'investissement. Bien que les risques sur l'inflation soient haussiers, l'affaiblissement de la demande pourrait réduire les pressions inflationnistes, notamment sur l'inflation sous-jacente.

En effet, la BCE présente deux scénarios alternatifs, baissiers tous les deux, un adverse et un plus sévère. Dans le scénario adverse, des sanctions plus sévères engendrent une dislocation des chaînes globales de valeur, des coupures dans l'offre de gaz et des arrêts forcés de certaines productions, limitant la croissance à 2,5% en 2022 et générant une plus forte pression sur les prix avec une inflation à 5,9%. La remontée de l'inflation serait temporaire (2% en 2023) et l'effet déflationniste d'une croissance durablement plus faible (2,7% en 2023 et 2,1% en 2024) ramènerait la prévision d'inflation à 1,6% en 2024, soit en deçà de la cible de la BCE.

Dans le scénario plus sévère, les coupures dans l'offre sont plus importantes et génèrent plus d'inflation, avec des effets de second tour qui rendent la hausse des prix plus persistante. La révision à la baisse de la croissance est plus marquée et durable (2,3% en 2022 et 2023, 1,9% en 2024) et la révision de l'inflation à la hausse est plus

forte encore (7,1% en 2022, 2,7% en 2023 et 1,9% en 2024).

Dans de tels scénarios, la logique de normalisation ne serait pas justifiée ; le risque de fragmentation augmenterait tout autant que le besoin de flexibilité dans l'utilisation des instruments de la BCE.

La BCE a en effet souligné qu'elle combattrait avec la même vigueur le risque sur la stabilité financière et le risque sur la stabilité des prix. Elle a confirmé que la flexibilité demeurera un élément de la politique monétaire chaque fois que des menaces sur sa

transmission compromettront la réalisation de la stabilité des prix. Elle a donc évoqué des ajustements des réinvestissements au titre du PEPP. Elle s'est aussi clairement engagée à se tenir prête à injecter autant de liquidités que nécessaire. Mais les observateurs, qui attendaient des précisions sur des mesures d'urgence spécifiques, notamment de nouveaux instruments de liquidité ou des programmes d'achat d'actifs visant à limiter le risque de fragmentation sur le marché souverain, sont restés sur leur faim.

**☑ Notre opinion** – Les banques centrales manqueront de visibilité sur les effets de ces phénomènes économiques pendant encore un certain temps. Le risque d'un impact durable sur l'offre avec des conséquences négatives persistantes sur la croissance économique peut difficilement être écarté. Essayer de maîtriser l'inflation à court terme serait inutile et contre-productif.

Suspendre les décisions de politique monétaire jusqu'à ce que la situation se soit quelque peu éclaircie serait raisonnable. Abandonner toute orientation prospective pour éviter de nuire à la crédibilité de la BCE dans un environnement politique aussi incertain pourrait même avoir du sens, mais le risque en est le désancrage des anticipations. L'alternative serait de se concentrer sur les perspectives à moyen terme. Ce n'est pas le choix fait par la BCE.

Accroître la flexibilité et l'optionalité de leur boîte à outils pour toute réponse politique future est tout aussi justifié. Un engagement clair à se tenir prêt à injecter autant de liquidités que nécessaire est essentiel. Dans l'incertitude, seule l'existence certaine d'un coupe-circuit ramène les anticipations sur un seul équilibre positif. La BCE aurait pu mieux communiquer en ce sens, mais elle semble être dans l'attente d'une réponse budgétaire commune pouvant précisément également faire office de coupe-circuit.

### **REPowerEU : le plan de l'énergie de la Commission, soit le saut de la logique économique du moindre coût à la logique stratégique**

L'Union européenne fait un petit pas vers l'union de l'énergie avec un triple objectif économique, géopolitique et climatique : maintenir l'énergie abordable, sécuriser son offre et accélérer la transformation vers une économie européenne plus soutenable.

Le plan de l'énergie REPowerEU présenté par la Commission européenne cette semaine s'articule autour de deux axes : préparer le futur proche et accélérer la résilience du système énergétique à l'horizon 2030.

#### **La préparation du futur proche vise la situation d'urgence créée par le conflit russo-ukrainien.**

Le plan vise d'abord à **atténuer l'incidence de la hausse des prix de l'énergie** sur le pouvoir d'achat des ménages et les coûts des entreprises.

- La Commission autorise les pays à réglementer les prix par l'activation de l'article 5 de la directive sur l'électricité. Les prix de détail pour les ménages et les microentreprises peuvent être fixés dans des circonstances exceptionnelles telles que l'actuelle.
- La Commission incite aussi les pays à optimiser l'organisation du marché de l'électricité afin de mieux tirer parti de

l'énergie à faible coût selon les préconisations du dernier rapport de l'ACER.

- Elle annonce aussi d'autres outils à venir dans les prochaines semaines pour enrichir les dispositifs existants.

Sur le front de la fiscalité et des transferts, plusieurs outils sont aussi disponibles.

- Des transferts pour protéger les consommateurs ;
- Des aides d'État pour le soutien de court terme aux entreprises et les agriculteurs. Les aides d'État sont aussi possibles pour du soutien temporaire de liquidité avec une attention particulière aux entreprises de distribution du gaz et de négoce intermédiaire qui voient leurs coûts d'approvisionnement augmenter.
- La Commission autorise aussi des aides d'État dans le cadre du SEQE (système européen d'échange des quotas d'émission) pour les entreprises exposées au risque de fuite de carbone.
- Une consultation avec les États membres serait aussi en cours sur un cadre temporaire indépendant pour le soutien de liquidité en situation de crise.

- La Commission incite aussi les pays à utiliser les recettes du SEQE, qui en 2021 ont atteint 30 milliards d'euros.
- Enfin, des mesures fiscales temporaires sur les bénéfices exceptionnels des producteurs d'électricité non gaziers qui pourraient s'élever à 20 milliards d'euros.

Ensuite le plan vise à **préparer l'hiver prochain**.

L'objectif immédiat est la constitution de réserves suffisantes, y compris pour palier une éventuelle coupure des flux de la part de la Russie.

- La Commission incite les pays (une proposition législative plus coercitive interviendra en avril) à remplir au moins 90% des capacités de stockage avant le premier octobre 2022.
- Pour cela, elle fixe à 100% le niveau du rabais, elle incite à l'exploitation intelligente des capacités de stockage existantes, à la répartition équitable des coûts liés à la sécurisation de l'approvisionnement.
- Des accords de solidarité entre pays doivent être conclus au plus vite, des aides aux fournisseurs sont prévus pour encourager le remplissage.

**Le stockage devient une infrastructure critique :** les États doivent donc surveiller le risque lié à la propriété étrangère (de pays tiers) des infrastructures de stockage. La Commission assume la coordination des opérations de stockage : collecte les commandes, coordonne la passation des marchés, met en correspondance les fournisseurs. Le tout aura lieu dans une plateforme commune de négociation bilatérale avec les producteurs.

**Sous la contrainte d'une baisse des deux tiers des importations de gaz russe pour la fin 2022.**

Ceci demande un effort important de substitution de 100 milliards de mètres cubes (mmc) sur un total de 155 mmc par an en provenance de Russie.

**Le deuxième axe est l'accélération de la résilience qui vise à s'affranchir complètement du gaz russe à l'horizon 2030 avec un objectif immédiat d'une baisse des deux tiers des importations de gaz russe pour la fin 2022.**

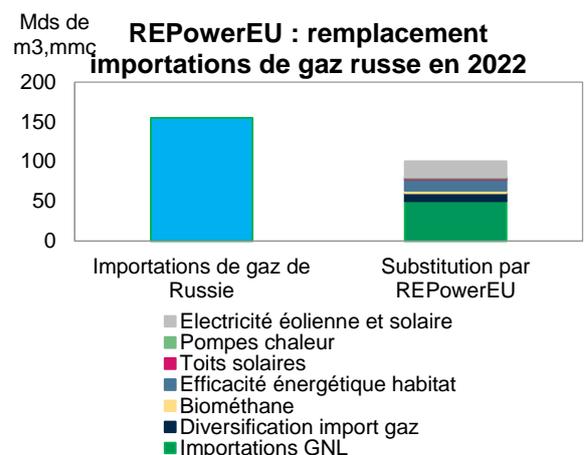
Ceci demande un effort important et immédiat (fin 2022) de substitution de 100 mmc sur un total de 155 mmc par an en provenance de Russie.

On diversifie les sources. La diversification des importations de gaz prévoit deux volets :

- L'importation de 50 mmc supplémentaires de GNL en provenance des États-Unis, du Qatar, de l'Égypte et de l'Afrique occidentale.
- La diversification de l'importation de gaz par pipeline pour 10 mmc supplémentaires en provenance de Norvège, Algérie et Azerbaïdjan.
- Plus de gaz renouvelable grâce au biométhane (3,5 mmc) et à l'hydrogène renouvelable.

Des mesures en faveur de l'électrification de l'économie, l'accélération de l'octroi des permis pour les énergies alternatives devenant un intérêt public supérieur renforcé par une prochaine recommandation de la Commission.

- Mesures d'efficacité d'énergie dans l'habitat (14 mmc)
- Toits solaires (2,5 mmc)
- Pompes à chaleur (1,5 mmc)
- Eoliennes et capacités solaires (20 mmmc)
- Des mesures de transformation de l'industrie par plus d'électrification et d'hydrogène renouvelable



Une mobilisation des fonds des plans nationaux de relance (financés par le NGEU) et des politiques de cohésion de l'UE est recommandée avec la priorisation des projets transfrontaliers d'interconnexion des réseaux.

Un recensement des besoins des États pour le financement de ces projets est lancé et, après mobilisation des ressources disponibles, pourrait faire l'objet d'un financement par un nouveau fonds européen *ad hoc*.

**☑ Notre opinion** – En mars 2020 le Parlement européen décrivait l'incidence de l'énergie sur les relations de l'Union avec le reste du monde. Il expliquait à quel point sur le plan extérieur, l'énergie occupe une place centrale dans ses relations avec les pays tiers. Il prônait l'adoption d'une approche coordonnée par ses États membres pour traiter avec ses fournisseurs d'énergie, notamment la Russie. Dans l'esprit de son attachement à un ordre multilatéral fondé sur des règles, il soutenait les cadres internationaux relatifs aux

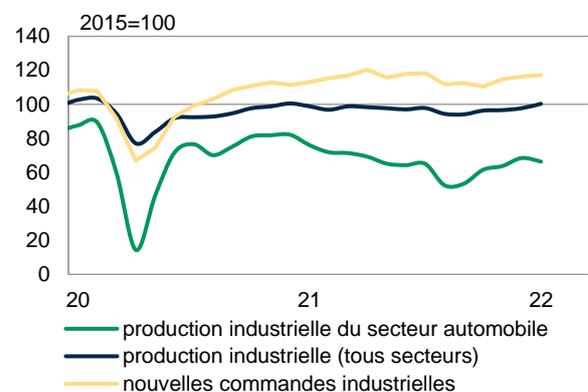
*relations dans le domaine de l'énergie, tels que l'Agence internationale de l'énergie et la Charte de l'énergie. Aujourd'hui cette stratégie est obsolète. La politique de l'énergie devient un des piliers de la politique d'autonomie stratégique de l'Union, qui demande une mise en cohérence de la politique de l'énergie, de la politique industrielle, de la politique commerciale et de la politique de défense. Le plan REPowerEU s'inscrit dans ce nouveau paradigme. Ce plan, qui prévoit le remplacement dans un an des deux tiers des importations de gaz russe, se fonde à hauteur de 60% sur la recherche de fournisseurs alternatifs. Pour les 40% restant, ce sont des économies d'énergie et le développement des énergies alternatives qui apportent la solution. C'est là que se situe son talon d'Achille. Le délai risque d'être trop court et la stratégie risque de devoir s'appuyer sur des baisses de la demande industrielle avec des plans d'urgence prévoyant des coupures dans la production. La réduction du chauffage dans les bâtiments commerciaux, les bureaux et les habitations pourrait aussi être imposée. Le plan européen demande donc à tout acteur, tout secteur de faire sa part avec une mobilisation à la fois de l'offre et de la demande. Les États et les institutions européennes devront jouer un rôle tout aussi actif dans la distribution et l'atténuation des coûts.*

**Allemagne : le lent redressement de la production industrielle s'est poursuivi en janvier**

La production industrielle allemande (hors énergie et construction) a augmenté de 1,3% sur un mois en janvier après +2,2% en décembre. Ce dynamisme est alimenté par la production de biens de consommation (+3,9% sur un mois) et de biens d'équipement (+1,2%), et dans une moindre mesure par la production de biens intermédiaires (+0,3%). En dehors de l'industrie, la production d'énergie a chuté (-0,1%) tandis que celle dans la construction a bondi (+10%). La production dans son ensemble n'a que faiblement augmenté en rythme annuel (+0,1% sur un an) et demeure encore inférieure de 4,2% à son niveau pré-crise sanitaire (février 2020). Les commandes industrielles du mois de janvier sont cependant encourageantes (+1,8% sur le mois) grâce à la reprise de la demande étrangère notamment en provenance des pays tiers (+10% sur le mois). La production automobile se redresse en janvier et février d'après l'association des constructeurs automobiles mais demeure encore plus de 20% inférieure à son niveau pré-crise. Les

productions de machines et équipements et de matériels informatiques se redressent en revanche nettement ces derniers mois.

**Allemagne : production industrielle**



Sources : FSO, Crédit Agricole S.A.

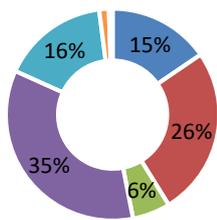
**Notre opinion** – La production industrielle allemande continue de se redresser en janvier mais le secteur automobile reste encore largement enlisé pour des questions d'approvisionnement. La guerre entre la Russie et l'Ukraine menace d'amplifier ce phénomène de pénuries en raison d'une dépendance élevée de la filière aux métaux en provenance de Russie (nickel, cuivre, aluminium, palladium...) dont les prix se sont envolés depuis le début du conflit.

**Allemagne : une dépendance énergétique bien trop élevée !**

La Russie ne représente que 2% des importations totales allemandes mais la ventilation par produits fait néanmoins ressortir une forte dépendance allemande à certains produits, notamment énergétiques. L'énergie brute disponible, représentant la quantité d'énergie nécessaire pour satisfaire l'ensemble de la demande énergétique, révèle majoritairement une utilisation intense en pétrole à hauteur de 35%, le gaz naturel arrivant en deuxième position avec 26% des besoins énergétiques du pays. Le charbon ne représente que 15%, légèrement moins que les énergies renouvelables représentant 16%. La part du nucléaire atteint à peine 6%.

Ces besoins énergétiques sont essentiellement comblés par des importations croissantes en pétrole et gaz naturel ces dernières années. La Russie représente à elle seule 38% des importations de pétrole en 2020, en première position, loin devant les États-Unis à 11%, à part égale avec le Royaume-Uni. La Norvège et le Kazakhstan arrivent juste derrière avec respectivement 9% et 8% des importations d'hydrocarbures. Néanmoins, la vulnérabilité énergétique allemande se situe surtout au niveau de sa dépendance gazière car on estime qu'une bonne partie du pétrole russe pourrait être substituée par une augmentation substantielle de l'approvisionnement en provenance de l'ensemble des autres fournisseurs d'hydrocarbures.

### Allemagne : énergie brute disponible

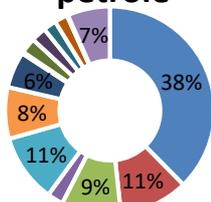


■ Charbon ■ Gaz naturel  
■ Nucléaire ■ Pétrole et pds pétroliers  
■ Renouvelables et biocarburants ■ Déchets non-renouvelables  
■ Autres fossiles

Sources : Eurostat, Crédit Agricole S.A.

La dépendance gazière allemande est en revanche davantage problématique dans la mesure où celle-ci provient à 65% de la Russie en 2020 (contre 49% en 2019). La Norvège, deuxième contributeur gazier, participe à hauteur de 20% des importations totales de gaz du pays. Les Pays-Bas, troisième contributeur, approvisionne le pays à hauteur de 13% des importations de gaz. Cette dépendance allemande peut difficilement être contournée car le pays ne dispose pas de terminal méthanier permettant l'accueil du gaz acheminé par voie maritime et les délais de construction de telles infrastructures sont particulièrement élevés. Une éventuelle interruption dans l'approvisionnement en gaz russe aurait ainsi d'importants effets négatifs sur la croissance allemande.

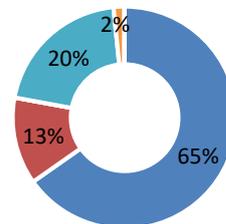
### Allemagne : importations de pétrole



■ Russie ■ Etats-Unis ■ Norvège  
■ Arabie Saoudite ■ Royaume-Uni ■ Kazakhstan  
■ Nigéria ■ Danemark ■ Iraq  
■ Azerbaïdjan ■ Algérie ■ Libye  
■ Mexique ■ Brésil ■ Roumanie  
■ Autres

Sources : Eurostat, Crédit Agricole S.A.

### Allemagne : Importations de gaz



■ Russie ■ Pays-Bas ■ Autriche  
■ Belgique ■ Norvège ■ Non spécifié  
■ Algérie ■ Qatar ■ Etats-Unis  
■ Royaume-Uni ■ Nigeria ■ Autres

Sources : Eurostat, Crédit Agricole S.A.

**Notre opinion** – Dans le contexte actuel, la dépendance énergétique allemande vis-à-vis de la Russie constitue un véritable talon d'Achille pour l'Union européenne, et pas seulement pour l'activité économique du pays qui serait bien évidemment fortement impactée par une réduction des importations. Cette guerre a précipité la réflexion stratégique sur l'approvisionnement énergétique de l'Union. Sur le plan national, elle met en péril non seulement la croissance du pays à court et moyen terme mais menace également de prolonger la transformation énergétique du pays, qui vise jusqu'ici la sortie du charbon d'ici à 2030 et la neutralité carbone d'ici 2045 ; des enjeux déjà extrêmement ambitieux avant le début du conflit et devenus aujourd'hui difficilement tenables.

### Italie : baisse de production industrielle en janvier

Avant même le déclenchement du conflit en Ukraine, les données conjoncturelles de janvier indiquent une inflexion de l'activité. Après un premier repli en décembre, la production industrielle a de nouveau baissé de 3,4% en janvier et de 2,2% en glissement annuel. En niveau, l'indice passe après plus d'un an de récupération ininterrompue en-dessous de son niveau de février 2020 soit avant le déclenchement de la pandémie. L'acquis laissé au premier trimestre est également fortement négatif à -3,6%.

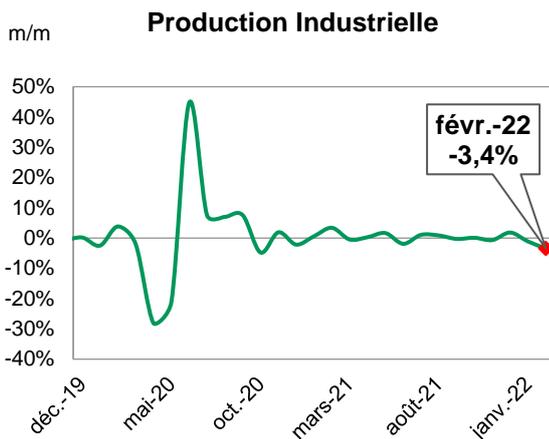
L'ensemble des catégories de biens sont concernés. Les biens énergétiques ont ainsi reculé de -5,2%, les biens de consommation de -3,6% et les biens intermédiaires de -3,4% par rapport à décembre. La baisse de la production dans les biens d'équipement a été plus contenue avec un repli de -1,6%.

Les secteurs d'activité économique qui ont enregistré les plus fortes baisses en glissement annuel sont les industries extractives (-12,7%), la fabrication de matériel électrique (-12,0%) et les autres industries manufacturières (-7,1%). À l'inverse, les hausses les plus marquées ont été observées dans la production de produits pharmaceutiques (+10,7%), dans la fabrication de coke et de produits pétroliers raffinés (+8,2%) et dans la fourniture d'électricité et de gaz, (+1,6%).

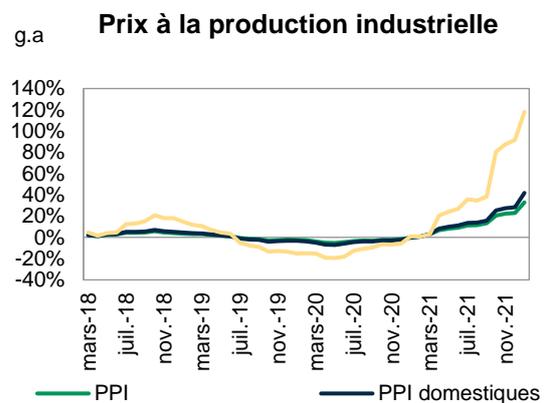
Outre les problématiques liées aux goulets d'étranglement dans les chaînes de production, le recul de janvier témoigne du fort impact négatif exercé par la pression à la hausse sur les prix à la production constatée depuis plusieurs mois par les enquêtes. Alors que l'indice des prix à la production

industrielle enregistre une croissance constante depuis la fin de l'été 2021, ce dernier semble avoir franchi un nouveau cap en début d'année. En janvier 2022, les prix à la production de l'industrie ont ainsi bondi de 9,7% par rapport à décembre et de 32,9% sur une base annuelle. La hausse est d'autant plus perceptible sur le marché domestique qui enregistre un accroissement des prix à la production de 12,4% par rapport à décembre 2021 et de 41,8% en glissement annuel. Sans surprise, cette hausse est tirée par la forte croissance des prix de l'énergie qui enregistre une augmentation de +28% par rapport à décembre et +118% en glissement annuel.

accélération avec +1,8% en variation mensuelle et +11,0% en glissement annuel. Par rapport au mois précédent, il semble que la hausse des coûts de l'énergie ait par effet de contagion touché davantage de produits. Ainsi en janvier 2022, les prix dans la métallurgie et la fabrication de produits métalliques ont augmenté sur une base mensuelle de 1,6% mais la mesure de la flambée des prix est plus marquée sur une base annuelle avec +23,3% sur le marché intérieur, de +33,8% sur le marché de la zone euro et de +25,4% hors zone euro. Les produits chimiques suivent une courbe comparable avec +19,7% sur le marché intérieur, +20,5% en zone euro et +18,3% hors zone euro. La seule baisse concerne les produits informatiques, électroniques et optiques (-0,8% en zone euro).



Source : Istat, Crédit Agricole S.A.



Source : Istat, Crédit Agricole S.A.

Déduction faite du secteur de l'énergie, la croissance des prix reste contenue bien qu'en

**Notre opinion** – Il semble que l'on ne soit qu'au tout début d'un engrenage. En effet, il est difficile d'envisager au regard du contexte actuel une amélioration de la situation à court terme pour ce qui est des prix de l'énergie mais également ceux des matières premières. Les enquêtes dans l'industrie sont pour le moment encore relativement optimistes et témoignent jusqu'en février (PMI) d'une amélioration des pressions liées aux prix et de carnets de commandes encore fournis. À juste titre, ces dernières n'intégraient pas encore le facteur conflit. Il va sans dire que la photographie que devraient nous donner les indices de confiance de mars et d'avril sera tout autre. Le soutien public pourrait s'avérer déterminant. Face au signal d'alarme lancé il y a plusieurs mois par les industriels, la réponse de l'État italien avait été immédiate, ce dernier a débloqué deux enveloppes successives (15 Mds d'euros) pour atténuer les effets de la hausse du coût de l'énergie, notamment sur les plus petites structures. Mais ce qui semblait être un mauvais cap à passer, qui aurait persisté tout au plus un ou deux trimestres, pourrait durer plus longtemps. Après la pandémie, le conflit Russie/Ukraine va tester de nouveau la résilience de l'industrie italienne mais également celle des finances publiques du pays.

## Pays émergents

### Asie

#### Chine : la cible de croissance annuelle dévoilée, reste à savoir comment l'atteindre

Il est toujours curieux de voir comment une même nouvelle peut s'interpréter de manière diamétralement opposée, suivant l'angle emprunté. La cible de croissance chinoise 2022 « autour de 5,5% », dévoilée lors des traditionnelles *Lianghui* (sessions plénières du Parlement) a ainsi pu à la fois être qualifiée d'ambitieuse et de décevante, sans que personne n'ait totalement ni tort ni raison.

Décevante, elle l'est si on la compare à celle des années précédentes, car il s'agit effectivement de la plus basse présentée depuis 1990. Mais ambitieuse, elle l'est aussi si l'on se fie au niveau actuel du consensus, qui situait la croissance 2022 plutôt autour de 5% que de 5,5%. L'existence même de cette cible a été largement commentée.

Après sa disparition en 2020 au plus fort de la pandémie, et son retour sous des termes assez vagues (supérieure à 6%, quand la croissance a finalement atteint 8,1% en 2021), c'est donc le choix de la quasi-normalisation qui a été fait, en annonçant de nouveau cette cible de 5,5%, même si les autorités se laissent un peu de marge de manœuvre (« autour de »).

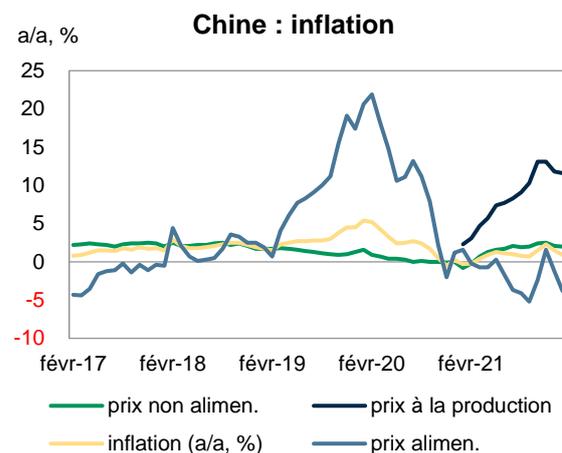
#### La cible de croissance et son contenu

Vu de notre scénario, qui fixe la croissance chinoise pour 2022 autour de 5%, le chiffre paraît effectivement un peu ambitieux. Le PIB avait progressé de 4% en glissement annuel au quatrième trimestre, et les restrictions sanitaires ont continué de peser sur l'activité des premiers mois de l'année. Les recettes liées au Nouvel An chinois (première semaine de février) n'ont ainsi atteint que 56% de leur niveau pré-crise.

Si l'activité progresse à un rythme situé entre 4 et 4,5% au premier trimestre, comme les premières données semblent l'indiquer, cela signifie que la croissance devra largement accélérer pour atteindre en moyenne 5,8% sur les trois autres trimestres de l'année afin de garantir cette cible de 5,5%. Or, les relais de croissance potentiels pour y parvenir ne sont à ce stade pas clairement identifiés.

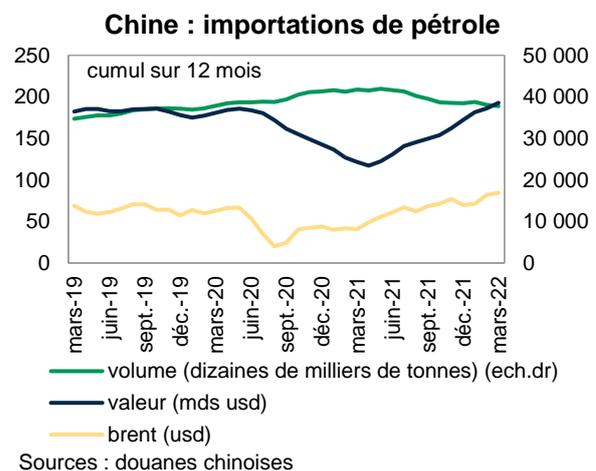
Les chiffres de la consommation des deux premiers mois de l'année seront publiés la semaine prochaine, mais la trajectoire de l'inflation et les données partielles liées au Nouvel An laissent à penser que les ménages chinois ne se sont toujours pas laissés gagner par une fièvre acheteuse, loin s'en faut. En février, l'indice des prix à la consommation progressait de 0,9% en glissement annuel, et de 2,1% pour l'indice des biens non-alimentaires, un niveau très inférieur à celui observé dans la plupart des autres pays, émergents ou avancés. Une quasi-stabilité d'autant plus étonnante

quand on connaît les pressions sur les prix énergétiques, qui se répercutent d'ailleurs bien dans les prix à la production (en hausse de 12,2% en février).



Et si la hausse des prix de l'énergie ne s'imprime pas encore sur l'inflation, elle risque de peser sur la valeur des importations. Le pétrole représente en effet 12,5% des importations chinoises totales. Malgré une volonté d'autonomie, passant notamment par le développement rapide des énergies renouvelables, la Chine reste très dépendante de l'or noir. L'élasticité-prix de ce produit est donc assez faible.

Après une année record sur le plan du commerce extérieur, et alors que le solde commercial avait atteint un niveau historique, la hausse du cours des matières premières (la Chine est aussi importatrice nette de céréales animales et de métaux) devrait mécaniquement réduire ce solde commercial, et donc *in fine* la contribution du commerce extérieur à la croissance (2,75 pp en moyenne par trimestre sur l'année 2021).



### Un budget de relance ?

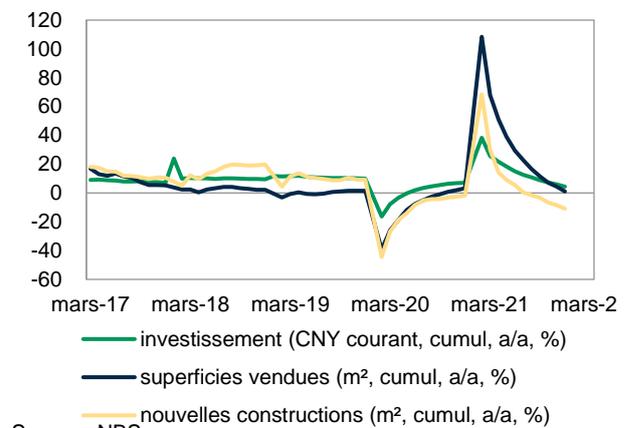
La consommation et le commerce extérieur traités, reste donc l'investissement, en particulier public. Les derniers développements et discours des autorités chinoises laissent effectivement augurer d'une relance budgétaire assez traditionnelle pour le pays, fondée sur une politique de soutien de l'offre.

Si les projections budgétaires faisaient état d'un déficit public à 2,8% du PIB, contre 3,2% en 2021, et semblaient donc indiquer une volonté d'austérité de la part des autorités, c'est qu'elles ne prenaient pas en compte le déficit augmenté, c'est-à-dire celui du gouvernement central et des autres transferts aux collectivités locales. Après une forte baisse en 2021 (de 8,6% à 5,2% du PIB), le déficit total devrait ainsi augmenter d'environ 2,5 points de PIB, et se situer autour de 7,5% du PIB. Cet effort serait financé par un report du budget 2021, pas entièrement consommé, et par une contribution spéciale exceptionnelle de certaines entreprises publiques.

Côté dépenses, peu de soutien concret à la consommation, si ce n'est le prolongement des subventions à l'achat de véhicules électriques ou hybrides. Les efforts devraient ainsi se concentrer sur des baisses de taxes pour les PME et les entreprises des secteurs stratégiques afin de financer les dépenses de R&D, et sur de grands projets d'infrastructures publiques (transport, énergie, mais aussi installations anti-inondations après les catastrophes naturelles de l'été 2021). Le budget de la défense est également annoncé en hausse de 7%.

Et l'immobilier ? Le message n'est pas très clair. Les autorités ont une nouvelle fois rappelé que le secteur immobilier ne devait pas servir à des fins spéculatives, mais l'extrême prudence qui était de mise durant le troisième trimestre 2021 – alors que la tempête s'abattait sur les promoteurs – semble s'être calmée. Les politiques publiques ont été relâchées ces derniers mois avec la hausse des crédits et des hypothèques. Les gouvernements locaux ont également été de nouveau autorisés à vendre des terrains. Ce relâchement ne s'est cependant pas transmis à la sphère réelle, le nombre de transactions et de mises en construction ayant continué de reculer en janvier et février.

Chine : immobilier résidentiel



**Notre opinion** – La cible de croissance annoncée paraît à première vue un peu ambitieuse, et ce d'autant plus qu'elle a été présentée alors que le conflit russo-ukrainien, source d'incertitudes en particulier sur la demande extérieure et le prix des matières premières, est encore loin d'être résolu. En interne, les relais de croissance restent perturbés par la situation sanitaire, en particulier dans le secteur de la consommation.

Et si l'accent a une nouvelle fois été mis sur les notions chères à Xi Jinping de croissance qualitative ou de « prospérité commune », les orientations en termes de politique publique demeurent plutôt constantes. Politique monétaire « stable et prudente, mais orientée vers l'assouplissement » afin de fournir « des liquidités abondantes » au système financier, via le soutien à la production de crédits. Soutien également au complexe industriel, via la poursuite des politiques de grands travaux et la reprise de certains programmes immobiliers.

Ce qui frappe également, c'est le soutien de plus en plus accru aux collectivités locales, qui s'accompagne de l'autre côté d'une baisse du déficit de l'administration centrale, dans un contexte où les municipalités ont beaucoup à perdre du dégonflement de la bulle immobilière, elles qui tiraient une partie non négligeable de leurs revenus de la vente de terrains (environ 20% des recettes totales). Marginal jusqu'en 2016, il représente maintenant plus de la moitié du déficit total. Un choix pragmatique, qui avait été mis en place pour limiter un shadow banking en plein essor, mais qui ne répond pas non plus entièrement au défi posé par le dégonflement de la bulle immobilière et du risque qu'il fait peser sur les finances publiques de nombreuses provinces.

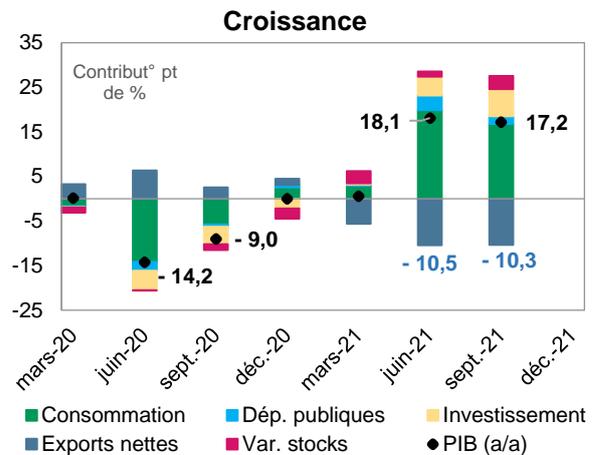
## Amérique latine

### Chili : de quelle situation économique le nouveau président hérite-t-il ?

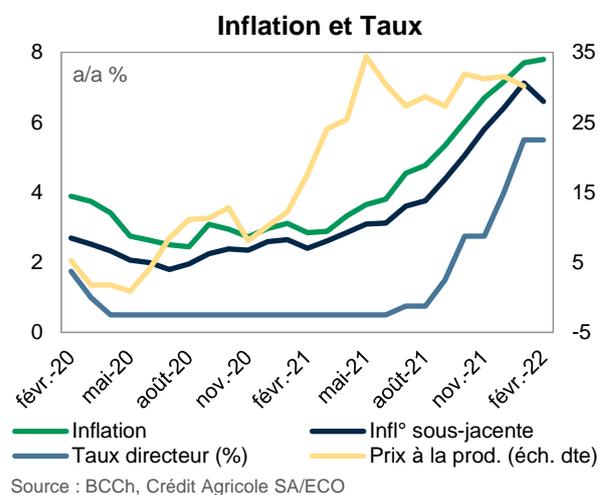
Gabriel Boric, à la tête de la coalition des partis de gauche et largement vainqueur de l'élection présidentielle de décembre, est sur le point de prendre ses fonctions. Son programme est ambitieux puisqu'il a pour vocation de répondre à une demande sociale forte et légitime (évoquée à plusieurs reprises) en accroissant les dépenses publiques (protection sociale, santé, éducation, transition écologique) et en réformant le système de retraite, tout en restant « fiscalement responsable »<sup>1</sup> et propice à l'investissement. Le gouvernement devra composer avec une Assemblée (renouvelée en novembre) au sein de laquelle il ne dispose que d'une très courte majorité (2 sièges sur 155) et un Sénat sans majorité claire. Parallèlement se poursuit le processus d'élaboration d'une nouvelle Constitution. Or, l'Assemblée constituante a jusqu'à l'été pour se prononcer sur des questions économiques décisives (telles que rôle du secteur public, mandat de la banque centrale, fonds de pensions) avant que le projet ne soit soumis à référendum. Des compromis seront inévitables et des changements d'inspiration « social-démocrate » semblent bien plus probables que des bouleversements autrement plus radicaux. Il serait néanmoins inopportun de se réjouir d'une possible incapacité institutionnelle à réformer : la frustration nourrit le risque que les revendications sociales et politiques ne prennent une tournure violente. Enfin, la crise s'est traduite par une contre-offensive budgétaire permettant d'amortir le choc et se traduisant par un creusement des déséquilibres (internes et externes) mais les marges de manœuvre restent confortables.

Après une reprise extraordinairement vigoureuse et dopée par la demande, la croissance va inévitablement fléchir avec la dissipation des programmes de soutien : **une décélération qui n'a rien d'exceptionnel**. Dopée par l'envolée des cours des matières premières (comme partout) et par une consommation sur-stimulée, l'inflation s'est brutalement redressée suscitant un resserrement monétaire puissant mais encore inachevé qui pèsera sur la croissance : **une contrainte supplémentaire certes mais gérable**.

<sup>1</sup> Respect du déficit prévu par le gouvernement sortant en 2022 (3,9% du PIB initialement prévus) puis réduction tout au long du mandat (4 ans) pour restaurer le niveau pré-crise (déficit total de 2,3% en moyenne entre 2014 et 2019) ; stabilisation du ratio dette/PIB sous 45% d'ici à la fin du mandat ; hausse des recettes fiscales (ratio recettes/PIB prévu en hausse de 5 points de pourcentage) via les impôts sur les sociétés et les compagnies minières privées, la création d'un impôt sur la fortune, des « taxes vertes », une baisse des exonérations, la lutte contre l'évasion fiscale.



Source : BCCh, Crédit Agricole SA/ECO



Source : BCCh, Crédit Agricole SA/ECO

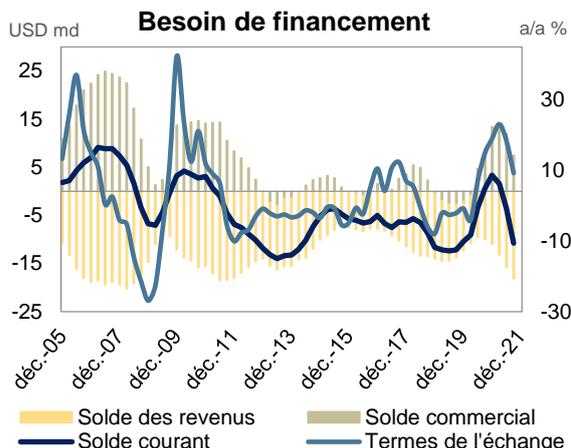
Le nouveau gouvernement va hériter de comptes publics certes détériorés mais déjà en amélioration et dont témoigne le budget révisé<sup>2</sup> : déficit budgétaire plus faible que prévu en 2021 (-7,6% contre -8,3% du PIB) et pour 2022, *ceteris paribus*, baisse du déficit prévu à 2,8% du PIB (contre 3,9%) autorisée par une hausse des recettes de 8% par rapport au budget initial, dette publique à 38,7% du PIB fin 2022 (36% fin 2021). La crise s'est traduite par un alourdissement de la dette extérieure publique (45 Mds USD) passée de 10,1% du PIB fin 2019 à 14,5% fin 2021<sup>3</sup> : **un ratio enviable**.

Du côté des comptes extérieurs, la reprise s'est traduite par une envolée des importations en volume (biens intermédiaires, d'investissement, de consommation : respectivement, +24%, +31%,

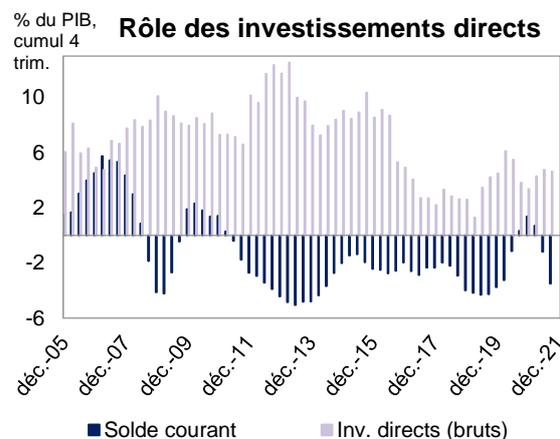
<sup>2</sup> La mise à jour du budget en février estime la croissance 2021 à 11,9% (les détails du 4<sup>e</sup> trimestre seront connus la semaine prochaine) et table sur une croissance de 3,5% contre 2,5% initialement prévus. Ce scénario est notamment fondé sur une croissance mondiale forte (environ 4,4%) qui risque désormais d'être rognée.

<sup>3</sup> La dette extérieure totale est passée sur la même période de 70,4% à 76,9% du PIB en raison de la hausse de la dette des sociétés non financières et de celle du gouvernement.

+61% sur un an en 2021). Les exportations minières ont décliné de près de 2% et l'excédent commercial est seulement dû à l'amélioration des termes de l'échange, elle-même imputable aux cours des produits miniers inscrits sur une tendance haussière depuis le milieu de 2020 et dépassant des niveaux pré-pandémiques au début de 2021. L'excédent commercial n'est néanmoins pas suffisamment confortable pour supporter les sorties importantes au titre des revenus nets versés à l'étranger, essentiellement la rémunération des investissements directs étrangers (IDE) : en raison certainement du risque politique, les entreprises minières étrangères ont rapatrié les bénéfices tirés de prix élevés (dividendes et rachats). Par ailleurs, contrairement au boom des matières premières de 2010 à 2013, les flux d'IDE ne se sont pas substantiellement repris. En fait, partis d'un niveau stratosphérique, les IDE se sont lentement érodés et la période « bénie » (entrées nettes au titre des IDE et sorties nettes au titre des investissements de portefeuille dues à l'accumulation d'actifs financiers à l'étranger, de la part notamment des fonds de pension) est (temporairement) révolue. À la faveur de la crise, les financements extérieurs ont pris une forme plus classique et moins vertueuse : plus de dette, moins d'IDE. Mais il n'y a pas de problème de stocks : juste un équilibre des flux moins favorables. Et cette désaffection (toute relative) ne devrait être que temporaire. La guerre russo-ukrainienne propulse de nouveau les cours des métaux sur des niveaux très élevés. Si l'on peut redouter une accélération supplémentaire de l'inflation *via* la hausse des prix des matières premières, celle-ci pourrait profiter au Chili *via* une appréciation des termes de l'échange<sup>4</sup>. Enfin, à plus long terme, la transition écologique sera gourmande en cuivre : **un facteur positif pour les perspectives d'investissement.**



Source : BCCh, Crédit Agricole SA/ECO



Source : BCCh, Crédit Agricole SA/ECO

<sup>4</sup> « [Amérique latine : il est parfois heureux que l'Europe soit éloignée](#) » hebdomadaire, Perspectives – N°22/079 – 4 mars 2022

## Moyen-Orient et Afrique du Nord

### Arabie : les manœuvres capitalistiques de la diversification économique

Deux événements simultanés illustrent qu'Aramco, la compagnie pétrolière nationale détenue à environ 95% par l'État saoudien, est devenue en quelques années le principal levier financier et la source de liquidités pour assurer la diversification économique souhaitée par le pouvoir.

L'État saoudien a décidé de transférer environ 2,5% du capital d'Aramco, soit 80 Mds USD au « Fonds souverain » saoudien PIF (*Public Investment Fund*). Le PIF est lui-même détenu à 100% par l'État qui souhaite en faire le bras armé financier de sa politique de diversification économique et de la création des nouveaux projets (la ville nouvelle Neom notamment). Ce transfert de propriété entre des entreprises d'État ou quasi étatiques est-il un simple jeu d'écriture comptable ou le PIF est-il en train de se transformer d'une grosse holding publique domestique en un véritable fonds d'investissement souverain (*Sovereign Wealth Fund*) au sens de la définition de l'Institut SWFI ?

Selon la définition, un fonds souverain est un fonds d'investissement détenu par un État, qui reçoit soit des dotations gouvernementales, soit les surplus de la balance des paiements (souvent issus de rentes de matières premières), et qui les investit à long

terme dans un but de rentabilité, généralement en devises fortes. La plupart des fonds souverains dans le monde sont assez autonomes dans leur gestion qui est la plupart du temps totalement en *off-shore*. Ce n'est pas le cas du PIF mais les allocations du gouvernement en devises tendent à aller dans cette direction. Le PIF vient de recevoir des ratings de la part de Moody's et Fitch équivalents à ceux du souverain saoudien, c'est-à-dire « A ».

Au troisième trimestre 2021, le résultat net d'Aramco s'est élevé à 30 Mds USD, plus qu'un doublement par rapport à l'année 2020, en raison de la forte hausse des prix du pétrole et d'une légère augmentation des productions. Ceci laisse espérer un résultat net annuel de plus de 40 Mds USD, soit 5% du PIB du pays.

Par ailleurs, Aramco Gaz Pipeline, une filiale à 100% d'Aramco, a été vendue à 49% pour 15 Mds USD à un consortium d'investisseurs comprenant le fonds d'investissement américain BlackRock, le fonds de pension saoudien Hassana, le fonds singapourien Keppel et des sociétés chinoises. Le but est de lever des fonds pour assurer le développement d'une industrie à faible émission de carbone.

### Liban : le FMI pose ses conditions pour étudier une aide financière

Le Fonds a demandé aux autorités libanaises un certain nombre de préconditions préalables à l'ouverture de discussions pour envisager le sauvetage financier du pays en grave crise depuis l'été 2019. Ces conditions sont les suivantes : 1/ établir un cadre de réforme fiscale, 2/ organiser la refonte du système bancaire, 3/ audit de la Banque centrale, 4/ audit d'Electricité du Liban (EdL), 5/ mise en place d'un contrôle des capitaux et d'un taux de change unique, 6/ levée du secret bancaire.

L'obtention de ces demandes sera difficile compte tenu de l'accord du Parlement libanais nécessaire pour certaines d'entre elles. Et il le sera d'autant plus que le pays est actuellement en période préélectorale, les législatives devant avoir lieu en mai prochain.

Il y a deux ans, au printemps 2020, l'absence de consensus politique sur le partage des pertes entre les différents acteurs (État, Banque centrale, ban-

ques commerciales, entreprises publiques et déposants) n'avait pas permis un accord avec le FMI. La perte financière à laquelle est confrontée le pays est estimée à 70 Mds USD. La dette publique s'établit à 100 Mds USD à fin octobre 2021, dont 62% en monnaie locale et 38% en devises. Le PIB libanais évalué en dollars américains varie énormément en fonction de la parité de change utilisé. Le pays a adopté un système de taux de change multiple assez illisible et le marché noir de la livre libanaise oscille entre 21 000 et 24 000 pour un dollar contre un taux officiel de seulement 1 511, soit une dévaluation de 93%. Le FMI ne publie pas d'estimation du PIB alors que la Banque mondiale l'évalue à 21,8 Mds USD à fin 2021, soit une chute de 51% par rapport à 2019. À ce niveau de PIB, la dette publique représenterait donc presque cinq fois la richesse nationale produite dans l'année. Un ratio unique au monde par son ampleur illustrant l'effondrement total de l'économie.

 **Notre opinion** – *La classe dirigeante étant demeurée inchangée depuis la crise, il est peu probable que les personnes et les entités qui ont entraîné le pays à la faillite puissent être ceux qui prendront les mesures nécessaires pour le redresser.*

## Europe centrale et orientale, Asie centrale

### Hongrie : déstabilisation de Viktor Orban

La guerre du président Poutine en Ukraine pourrait changer l'issue des élections législatives qui auront lieu le 3 avril prochain en Hongrie. Jusqu'à présent la position politique du Premier ministre hongrois V. Orban était assez ancrée et confortable au vu de l'appui populaire dont il jouissait, mais les derniers événements pourraient bien influencer l'opinion publique hongroise.

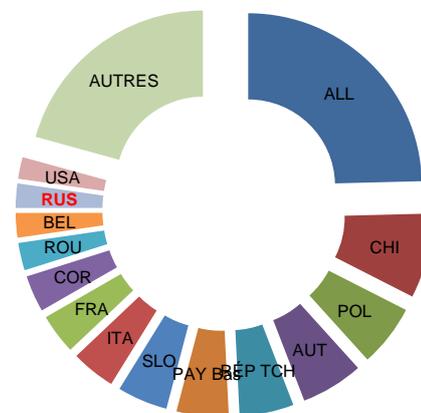
Tout d'abord, il y a cette forte amitié, de très longue date, qui relie le président Poutine à V. Orban. Elle devient de plus en plus gênante aux yeux des électeurs hongrois et cela bien que la Hongrie ait condamné les agissements de Moscou. Toutefois, la position d'Orban n'a pas été si franche et généreuse en termes d'aides financières aux réfugiés ukrainiens ou envers les familles qui ont accueilli des déplacés en comparaison au voisin polonais, par exemple. Il en va de même sur le plan militaire, la Hongrie a longtemps hésité avant d'ouvrir son territoire et son espace aérien aux transports des armes et à la présence des militaires de l'Otan. Tous ces éléments illustrent bien une sorte de conflit de loyauté de V. Orban envers Poutine mais sans néanmoins jouer une ambiguïté vis-à-vis de l'UE. La Hongrie s'est même rapprochée de l'UE à l'occasion de cette crise. Les problèmes de fond sur les dérives autoritaires et l'affaiblissement de l'État de droit restent présents mais l'entente s'affiche sur les mesures à mettre en place face à la Russie bien que la dépendance hongroise vis-à-vis des importations de gaz russe soit considérable.

Ensuite, les électeurs hongrois sont confrontés à travers cette guerre à l'ampleur de la dérive autoritaire du président russe que V. Orban prenait comme un exemple à suivre. Il n'est pas certain que son discours de « démocratie illibérale » trouve toujours autant d'écho maintenant. Les restrictions des libertés des médias et des institutions de justice vont probablement peser lourdement contre Orban. Les Hongrois ne voudront peut-être pas soutenir l'ascension d'un deuxième Poutine chez eux.

Plus globalement, le vent autoritaire qui frappait l'Europe centrale commence à tourner et nous l'avons vu avec les élections tchèques où l'opposition unie a réussi à renverser le gouvernement Babis. En Roumanie également et en Bulgarie aussi. Reste la Pologne, et la Hongrie mais il est clair que le moment devient critique pour les gouvernements et les personnalités autoritaires au sein de l'UE. La Russie a donné malheureusement un exemple très frappant de la concentration du pouvoir dans un pays. La démocratie devient encore plus précieuse en temps de menaces des libertés et de la paix.

La guerre russo-ukrainienne en pleine période électorale hongroise pourrait donc relativiser l'histoire d'amour entre Orban et son électorat. Les défauts de sa politique sont plus visibles et surtout les éloges du système politique russe sont de moins en moins audibles. De plus, la critique incessante de V. Orban vis-à-vis des institutions européennes risque d'être également très creuse dans un moment de resserrement des liens entre pays de l'UE et où aucun pays ne souhaite se retrouver isolé du reste de l'alliance. Les partis de l'opposition ont donc une réelle opportunité à saisir et surtout un vrai rôle à jouer dans cette période de l'histoire.

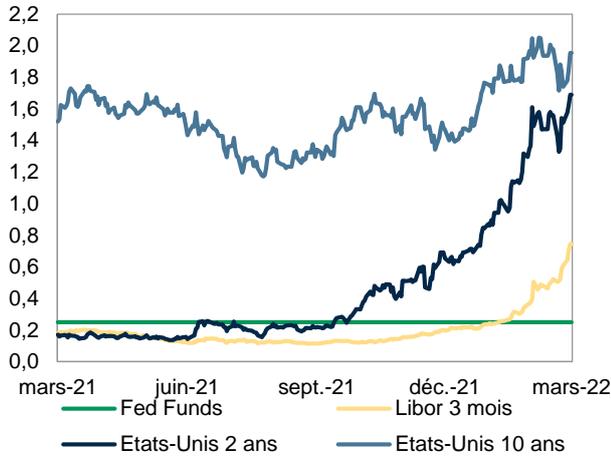
Hongrie : importations 2020



## Tendances à suivre

### Taux d'intérêt en dollar américain

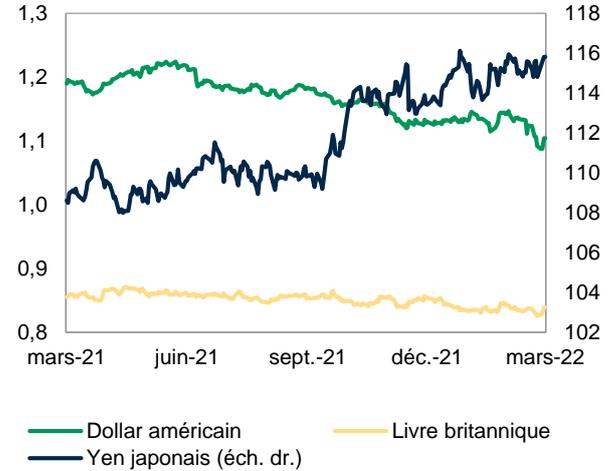
%, interbancaire (Londres) et souverains (Etats-Unis)



Source : Thomson Reuters

### Taux de change des principales devises

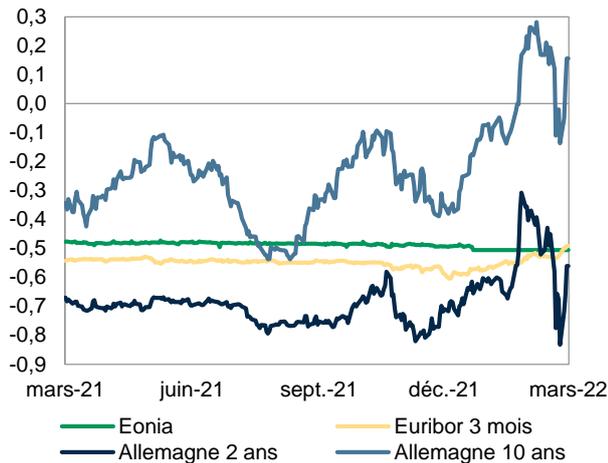
EUR/USD, EUR/GBP et USD/JPY



Source : Thomson Reuters

### Taux d'intérêt en euro

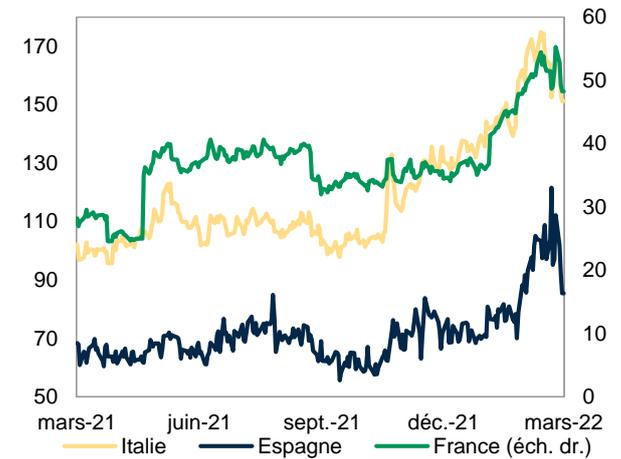
%, interbancaires (Londres) et souverains (Allemagne)



Source : Thomson Reuters

### Spreads souverains européens avec le Bund

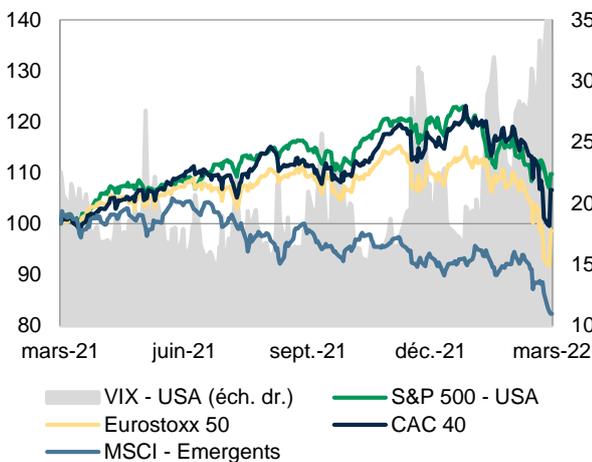
Pdb, dette en EUR à dix ans



Source : Thomson Reuters

### Marché actions

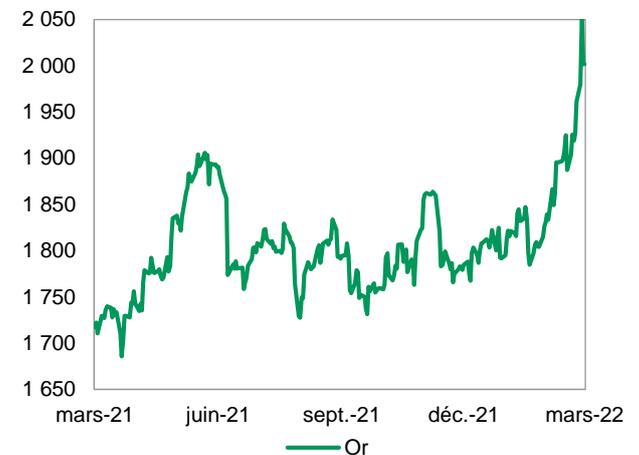
Indice boursiers (100 = début de période) et volatilité VIX



Source : Thomson Reuters

### Cours de l'once d'or

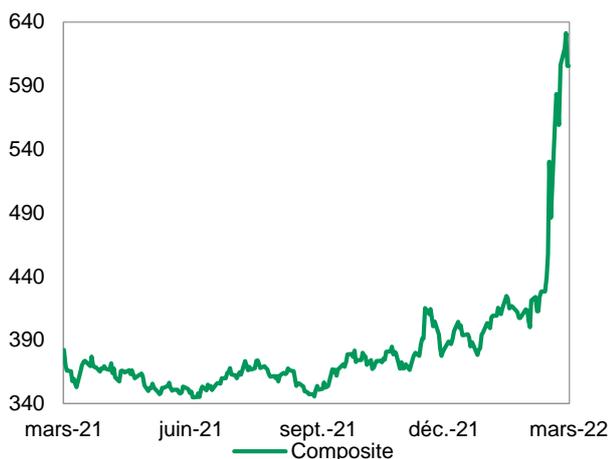
USD/Once troy (Londres)



Source : Thomson Reuters

### Spreads souverains émergents avec le T-Bond

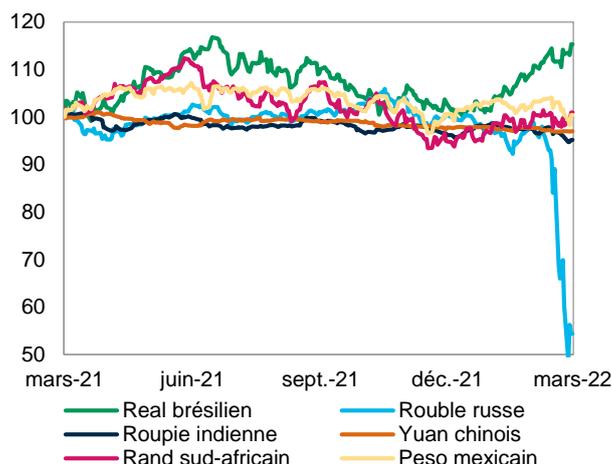
Indices EMBI+ (pdb, dette en USD de plus d'un an)



Source : JP Morgan

### Devises émergentes

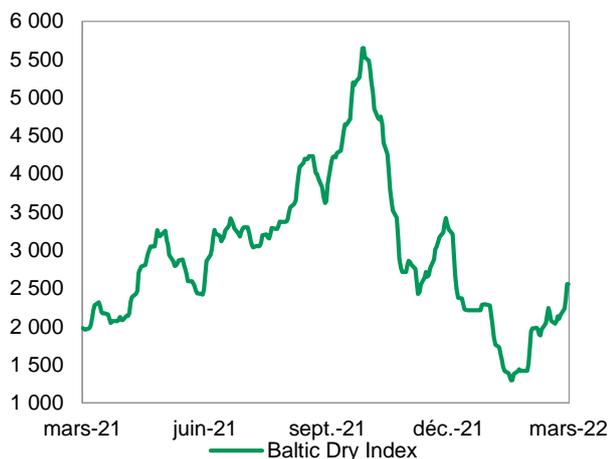
/USD (indice 100 = début de période)



Source : Thomson Reuters

### Coût du transport maritime de vrac sec

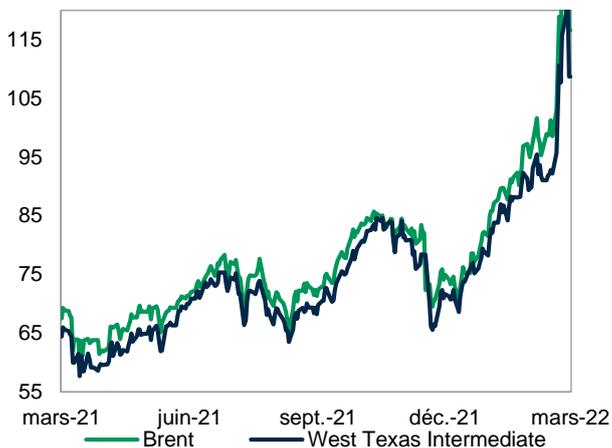
Baltic Dry Index (USD/point)



Source : Baltic Exchange

### Cours du baril de pétrole brut en USD

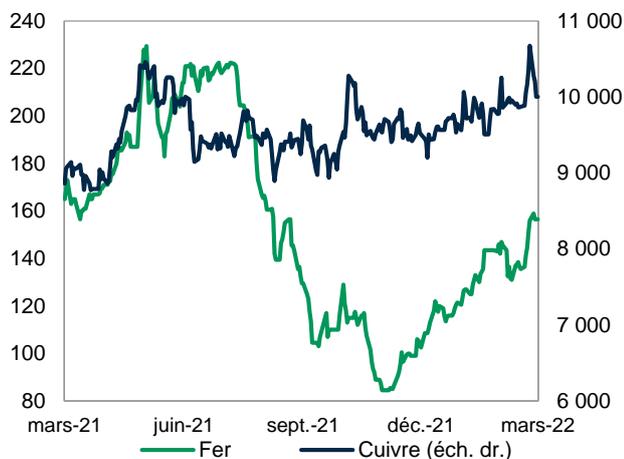
Brent (mer du Nord) et WTI (golfe du Mexique)



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 – 20 décembre 2021

[Le pari d'une double normalisation](#)

Date	Titre	Thème
10/03/2022	<a href="#">Qualifier l'impact du choc et les réponses de politique économique</a>	Europe
10/03/2022	<a href="#">Amérique latine – Il est parfois heureux que l'Europe soit éloignée</a>	Amérique latine
09/03/2022	<a href="#">Asie – Le choc passera surtout par les prix</a>	Asie
08/03/2022	<a href="#">Europe centrale et orientale, Turquie : une très forte dépendance aux hydrocarbures de Russie</a>	Turquie
08/03/2022	<a href="#">Moyen-Orient et Afrique du Nord – Premiers impacts économiques de la guerre en Ukraine</a>	MOAN
04/03/2022	<a href="#">Monde - L'actualité de la semaine</a>	Monde
04/03/2022	<a href="#">France – Les relations commerciales avec la Russie et l'Ukraine, état des lieux et risques potentiels</a>	France
02/03/2022	<a href="#">L'OBSERVATOIRE financier des entreprises agroalimentaires</a>	Agri-agro
02/03/2022	<a href="#">Thaïlande – Un peu d'espoir</a>	Asie
01/03/2022	<a href="#">Maroc – La pire sécheresse depuis trente ans et ses conséquences économiques</a>	Afrique du Nord
28/02/2022	<a href="#">Italie – Guerre en Ukraine et inflation</a>	Italie
25/02/2022	<a href="#">Allemagne – Conjoncture : PIB au T4-2021</a>	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](mailto:publication.eco@credit-agricole-sa.fr)

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

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

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

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