

Perspectives

Hebdomadaire – N°22/181 – 3 juin 2022

MONDE – L'actualité de la semaine

☞ Normalisation monétaire imminente en zone euro	2
☞ France : nouvelle accélération de l'inflation en mai	3
☞ Union européenne : après le pétrole, le gaz ?	3
☞ Zone euro : l'activité résiste bien en dépit de l'inflation !	4
☞ Espagne : programme de stabilité 2022-2025	5
☞ Colombie : surprise politique, croissance et inflation résistantes	7
☞ Moyen-Orient - Afrique du Nord : le nouveau monde des excédents jumeaux, mais pas partout	8
☞ Pologne : feu vert pour le plan de relance	9

 Normalisation monétaire imminente en zone euro

Alors que la prochaine réunion de politique monétaire de la Banque centrale européenne se tient la semaine prochaine, les investisseurs confirment anticiper l'amorce imminente de la normalisation de la politique monétaire en zone euro. Selon nos analystes, la BCE s'apprête à mettre fin à son programme d'achat d'actifs à la fin du mois de juin ou au début du mois de juillet (tout en continuant à réinvestir les montants des titres arrivant à échéance) et ouvrira la voie au relèvement de ses taux directeurs. Une première hausse aurait ainsi lieu dès le mois de juillet avec un passage du taux de dépôt de -0,5% à -0,25% et une deuxième en septembre. Cette volonté de normalisation monétaire est motivée par des pressions inflationnistes toujours plus fortes. Au mois de mai, l'inflation a ainsi atteint 8,1% dans l'ensemble de la zone euro, tandis que l'inflation sous-jacente s'élève à 3,5%, un taux nettement supérieur à l'objectif de la BCE. Les hausses des coûts de production provoquées par les importations d'énergie, de matières premières et de biens intermédiaires sont ainsi partiellement répercutées sur les prix de vente des biens et services. L'accélération des prix devrait d'ailleurs se poursuivre au troisième trimestre. Les pays européens ont annoncé cette semaine l'arrêt quasi total des importations de pétrole russe d'ici la fin de l'année. Le prix du baril de Brent atteint désormais 117 dollars et, malgré une légère baisse par rapport à la semaine dernière, il est en hausse de 11% sur un mois et de 50% depuis le 1^{er} janvier.

La nécessité d'une hausse plus rapide des taux directeurs pourrait être discutée lors de la réunion de la semaine prochaine, certains gouverneurs de banques centrales nationales étant en faveur d'une hausse de 50 points de base (pdb) du taux de dépôt dès le mois de juillet. Toutefois, le ralentissement de l'activité économique devrait inciter la BCE à la prudence. Au premier trimestre, le PIB de la zone euro a progressé de 0,3% par rapport au T4 2021, selon l'estimation flash d'Eurostat, contre +0,2% en estimation préliminaire, mais a reculé en France de 0,2%, contre une stagnation en première estimation, avec une contraction marquée de la demande intérieure, notamment de la consommation des ménages (-1,5% par rapport au trimestre précédent). En Allemagne, malgré une croissance positive du PIB (+0,2%), la consommation recule légèrement. En effet, les salaires progressent bien plus lentement que l'inflation. Le pouvoir d'achat recule et les

consommateurs restent prudents face à l'incertitude et à la hausse des prix.

La BCE devrait donc réviser à la baisse ses prévisions de croissance pour 2022. Elle devra également veiller à ne pas aggraver le ralentissement de la croissance en relevant de façon trop brutale ses taux directeurs malgré l'inflation élevée, qui pourrait approcher 9% au cours du second semestre (l'inflation sous-jacente resterait plus modérée avec un pic autour de 4,5%).

En Europe, les marchés obligataires ont fortement réagi à l'imminence d'une normalisation monétaire. Les rendements des obligations allemandes à deux ans et à dix ans augmentent ainsi de 27 pdb sur la semaine et le Bund à dix ans atteint 1,23%. Le *spread* des OAT par rapport au Bund reste quasi stable (à 47 pdb), tandis que l'écart de taux augmente avec les pays non *core*. Les primes de risque sur les obligations italiennes et espagnoles à dix ans augmentent de 11 pdb et de 7 pdb respectivement (à 205 pdb et 114 pdb).

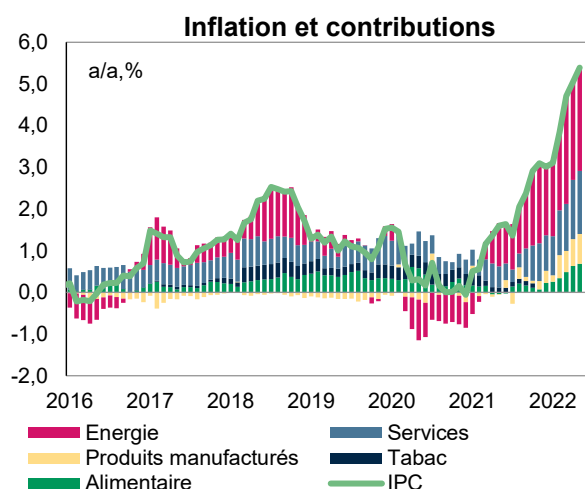
Aux États-Unis, la Fed a publié son *Beige Book* cette semaine. La croissance économique ralentit malgré un climat des affaires toujours favorable, notamment dans l'industrie, mais reste positive. Par ailleurs, si l'inflation sous-jacente est en baisse depuis deux mois et pourrait avoir passé un pic, elle reste très soutenue à 4,9% sur un an en avril. Le taux d'inflation au mois de mai sera publié vendredi prochain et pourrait confirmer la tendance d'un ralentissement de la hausse des prix. L'inflation resterait toutefois trop élevée et la Fed devrait poursuivre son resserrement monétaire au cours des prochains mois. Le dynamisme du marché de l'emploi conforte d'ailleurs cette position, avec d'importantes créations d'emplois en mai malgré une légère hausse du taux de chômage (à 3,6%, contre 3,5% en avril). Le président américain Joe Biden a également confirmé cette semaine la priorité donnée à la lutte contre l'inflation après une réunion avec Jerome Powell, gouverneur de la Fed.

L'attentisme était en revanche de mise sur les marchés action européens cette semaine. Le CAC 40 est stable, tout comme l'Eurostoxx 500 qui cède 0,1% sur la semaine. Aux États-Unis, l'indice S&P500 progresse de 0,4% sur une semaine tandis que l'indice Nasdaq a été plus dynamique, en hausse de 1,7%.

Zone euro

France : nouvelle accélération de l'inflation en mai

L'inflation atteint 5,2% sur un an au mois de mai, une nouvelle hausse après +4,8% au mois d'avril. L'énergie contribue à hauteur de 2,5 points à l'augmentation des prix, soit une progression de 28% sur un an des prix de l'énergie, malgré la mise en place du bouclier tarifaire. En outre, l'augmentation du prix des matières premières est partiellement répercutée sur les prix des biens manufacturés et des services qui gagnent respectivement 2,9% et 3,2% sur un an, tandis que les prix des biens alimentaires sont en hausse de 4,2%.



La hausse du niveau des prix a d'ailleurs déjà entraîné une nette contraction du pouvoir d'achat des ménages au premier trimestre. Le revenu disponible réel des ménages recule de 1,8% par rapport au trimestre précédent, malgré un marché du travail toujours dynamique. En effet, l'inflation progresse nettement plus rapidement que les salaires et primes perçus par les ménages. En outre, ce recul du pouvoir d'achat au premier trimestre intervient alors même que les pressions inflationnistes causées par le conflit entre l'Ukraine et la Russie n'étaient pas encore totalement répercutées sur les prix à la consommation, comme en témoigne l'accélération de l'inflation en mars, avril et mai. Le freinage de la demande pourrait être plus net encore, si les ménages décidaient de maintenir un niveau d'épargne important pour continuer à assumer leurs dépenses essentielles dans le futur, les fortes incertitudes géopolitiques et économiques renforçant les comportements d'épargne de précaution. Le taux d'épargne est ainsi resté élevé à 16,7% au T1. Une étude récente du CAE (Conseil d'Analyse Économique) nous apprend également que les deux déciles de revenu inférieurs ont déjà dépensé le surplus d'épargne accumulé en 2020 et 2021 pour faire face à la hausse du niveau des prix, ils sont donc susceptibles de réduire leur consommation.

✓ Notre opinion – L'accélération des prix va peser sur la demande des ménages en 2022. Au premier trimestre, la consommation des ménages a reculé de 1,5%, pénalisée par la diffusion du variant Omicron et par la hausse de l'inflation et le pouvoir d'achat a été en net recul. L'ajustement des salaires se fait avec un certain retard et, si la revalorisation du Smic est automatique, les hausses de salaires ne sont toujours pas généralisées. Craignant un fort ralentissement de la demande, anticipant un recul de l'inflation en 2023 et cherchant à préserver leur rentabilité, les entreprises préfèrent jusqu'à présent octroyer des primes temporaires à leurs salariés. Au total, l'inflation atteindrait 5,2% en moyenne en 2022 avec un pic autour de 6% au second semestre et le pouvoir d'achat des ménages reculerait d'environ 1% cette année.

Union européenne : après le pétrole, le gaz ?

Le Conseil européen a acté cette semaine un embargo partiel sur le pétrole. L'embargo doit renforcer la réticence des entreprises importatrices, des armateurs, des assureurs et des financiers à s'associer aux achats de pétrole russe, ce qui en théorie devrait conduire à une plus forte décote sur le prix du pétrole russe. En théorie, car l'impact de la baisse de la demande européenne sur les prix dépend de la capacité de la Russie de réorienter ses exportations russes, elle-même dépendant de la disponibilité d'autres sources. Or, l'annonce d'une hausse anticipée de la production de l'OPEP n'a pas été jugée suffisante par les marchés et la réaction immédiate des prix a été une hausse.

Quant à l'embargo sur le gaz, il n'est pas envisagé du fait de la difficulté à trouver des sources alternatives et seul un lent processus de réduction de la dépendance des importations russes est prévu. Des actions sont possibles en revanche sur le prix.

Plusieurs pays dont l'Italie, l'Espagne, la Belgique, le Portugal et la Grèce ont porté des propositions soit de plafonnement du prix du gaz (plafond ou bandes de fluctuation pour le prix traité sur le marché virtuel aux Pays-Bas, plafond aux coûts de transport du gaz liquéfié), soit de découplage du prix du gaz et de l'électricité. Mais ils se sont jusqu'ici heurtés au scepticisme des Pays-Bas et de l'Allemagne.

Jusqu'à présent, l'attitude de la Commission a été plutôt favorable à ce type de solution. Elle a déjà analysé les différentes options concernant des interventions de compensation financière des producteurs d'électricité d'origine fossile ou de plafonnement direct du prix de l'électricité de gros ou encore des interventions réglementaires pour limiter les rendements de certains acteurs du marché. Elle en a déjà décrit les avantages et les inconvénients en termes d'entrave à la concurrence, de désincitation à l'investissement notamment dans les énergies alternatives, de désincitation plus globale de l'offre. Le rapport de l'ACER, l'association des régulateurs européens, sollicité par la Commission et rendu au mois de mai n'a pas mis en avant des solutions supplémentaires aux options déjà explorées par la Commission. Il a repris les mêmes options, en soulignant les risques liés à des mesures d'urgence mal conçues. Il a néanmoins concédé que le marché de l'électricité européen n'a pas été conçu pour prendre en compte des situations d'urgence telles que l'actuelle. L'ACER fournit néanmoins un ordre dans le degré de dangerosité des mesures, dont la Commission pourrait s'inspirer.

Ce rapport a été jugé fondamentalement décevant et décrit par la présidente de la Commission comme un « tout petit pas ».

Les pays semblent avoir atteint un consensus sur l'urgence d'agir sur ce front et le Conseil européen a invité la Commission à poursuivre rapidement les travaux relatifs à l'optimisation du fonctionnement du marché européen de l'électricité – y compris quant à l'incidence des prix du gaz sur celui-ci. En effet, le fait de lier le prix des énergies renouvelables à celui du gaz était peut-être justifié à une certaine époque, lorsque le gaz était la forme d'énergie prédominante dans la production d'électricité. Mais aujourd'hui, alors que les énergies renouvelables occupent une place de plus en plus importante dans le *mix* énergétique, ce rattachement des énergies renouvelables au prix du gaz ne semble plus être justifié, notamment en période de forte volatilité du prix du gaz, lorsque cet ancrage produit des profits extraordinaires pour les producteurs d'énergies renouvelables.

Toute solution afin que le marché soit mieux préparé pour faire face à la volatilité excessive présente et future des prix et permette de fournir une électricité abordable devra être arbitrée avec un marché pleinement adapté à un système énergétique décarboné, avec la préservation de l'intégrité du marché unique, avec le maintien des incitations à la transition écologique, avec la sauvegarde de la sécurité d'approvisionnement et enfin avec des coûts budgétaires disproportionnés.



✓ Notre opinion – Dans l'attente d'une décision commune sur le gaz, les pays avancent de leur côté en essayant de limiter l'impact budgétaire des mesures. Mais leur action est aussi contrainte car des mesures nationales de subvention pourraient effacer l'effet de futures mesures européennes. On peut penser notamment à l'hypothèse d'un tarif douanier sur les importations russes de gaz pour accélérer la baisse de la demande et qui soit redistribué aux consommateurs, mais dont l'effet pourrait être compensé par une subvention directe au prix du gaz.

Zone euro : l'activité résiste bien en dépit de l'inflation !

L'indice du sentiment économique en zone euro est resté globalement inchangé au mois de mai à 105 points, contre 104,9 points en avril. La ventilation par pays signale un indice assez stable en Allemagne (+0,2 point sur le mois), une légère amélioration en Italie (+0,8 point) et un rythme plus soutenu de l'activité en France (+1,5 point) et en Espagne (+4,1 points). Dans le même temps, les indicateurs par secteurs soulignent une situation encore favorable dans les services, la construction et l'industrie, tandis que la confiance dans les ventes

au détail et celle des consommateurs demeurent à des niveaux encore très défavorables.

Dans l'industrie, l'évaluation des carnets de commande indique une détérioration significative de la demande, notamment en Allemagne et beaucoup moins fortement ailleurs. Les commandes à l'exportation subissent également un revers important en mai, même si elles demeurent encore positives en Allemagne. Les anticipations de production pour les mois à venir remontent nettement en Allemagne, en Espagne et en Italie mais s'affaiblissent en France. Les anticipations

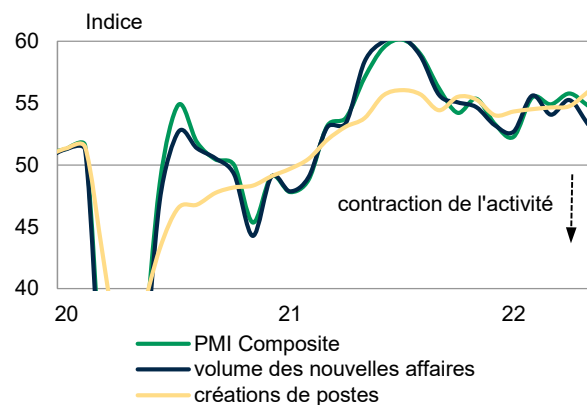
quant aux prix de vente semblent se réduire en mai en Allemagne, en Italie et en Espagne, mais au contraire s'accroître en France. Les anticipations d'emploi s'améliorent en Allemagne, mais se tassent légèrement dans les trois autres grands pays de la zone euro.

L'indice d'activité composite issu de l'enquête auprès des directeurs d'achat confirme une croissance encore robuste en zone euro mais en perte de vitesse au mois de mai (indice à 54,8 points, après 55,8 points). L'activité continue d'être soutenue par l'essor des services qui bénéficie de l'allègement des mesures sanitaires, tandis que l'industrie subit plus durement les problèmes d'approvisionnement accentués par la guerre en Ukraine. Cependant, ces deux composantes indiquent un ralentissement de l'activité à l'œuvre et les perspectives de croissance à court terme s'assombrissent avec des commandes qui s'amenuisent au mois de mai. En parallèle, les contraintes de capacités ont augmenté avec un volume des affaires en attente en hausse. Dans le même temps, la croissance de l'emploi a accéléré (au plus haut depuis dix mois).

L'inflation des prix facturés, au plus haut depuis deux mois, demeure néanmoins inférieure à son niveau du premier trimestre. Du côté des données dures, le volume des ventes au détail en zone a chuté de

1,3% sur un mois en avril, principalement guidé par la baisse des ventes de l'alimentation, boisson et tabac (-2,6% sur le mois), tandis que le recul des produits non alimentaires reste faible (-0,7%), alors que les ventes par correspondance et internet continuent de progresser (+3,4%). Parmi les grands pays de la zone, c'est l'Allemagne qui ressort comme le pays le plus impacté (-5,4%), vraisemblablement en raison des effets inflationnistes plus forts qui plombent la consommation des ménages.

UEM : indicateurs d'activité



Sources : IHS, Crédit Agricole S.A.

Notre opinion – Les derniers indicateurs d'enquêtes suggèrent une moindre déception sur l'activité qu'initialement attendu dans ce contexte de guerre entre l'Ukraine et la Russie. Si les commandes semblent encore porteuses d'espoirs sur la volonté de consommer des ménages, les pénuries de produits intermédiaires continuent de peser plus lourdement sur la capacité de production des entreprises du secteur industriel. L'activité dans les services demeure soutenue, tandis que les ventes au détail pâtissent des pressions inflationnistes, notamment sur les denrées alimentaires. L'indice d'activité composite de la zone suggère une croissance trimestrielle de +0,5% du PIB au deuxième trimestre, ce qui demeure une bonne performance.

👉 Espagne : programme de stabilité 2022-2025

Le programme de stabilité 2022-2025 présenté par le gouvernement espagnol propose un ajustement progressif du solde public, porté par la reprise économique, avec une réduction du déficit de 6,8% du PIB en 2021 à 5,0% en 2022 et à 2,9% en 2025. Il repose sur un scénario inertiel et n'inclut pas de nouvelles mesures au-delà de celles déjà approuvées pour 2022. Par conséquent, le déficit structurel reste supérieur à 3 % sur tout l'horizon de prévision. Ainsi, toute la réduction du déficit public proviendrait de la composante conjoncturelle du solde public, qui passerait de -3,3% du PIB en 2021 à un excédent de 0,2% en 2025. Le scénario macro-économique prévoit une croissance du PIB de 12,5% cumulée entre 2022 et 2025, avec un rôle important de l'investissement dans les deux prochaines années grâce au programme NGEU. Selon le cadrage, les pressions salariales resteraient contenues et l'inflation chuterait fortement à partir de 2023.

En termes de recettes, le programme n'intègre pas de réforme fiscale. Les recettes devraient baisser modérément en pourcentage du PIB à 41,3% du PIB en 2025 (de 43,7% en 2021), en raison d'une modération des recettes non fiscales (ce poste comprend les recettes des transferts en capital et des fonds européens hors NGEU). Concrètement, les recettes non fiscales passeraient de 4,9% du PIB en 2021 à 3,3% du PIB en 2025. Cependant, la part des prélèvements obligatoires est censée rester stable (les impôts et les cotisations sociales augmenteront en ligne avec le PIB nominal).

La part des dépenses publiques chuterait fortement, en raison de la forte augmentation du PIB nominal et d'une certaine modération des dépenses (hors retraites). Ainsi, les dépenses passeraient de 48,4% du PIB en 2021 à 42,2% en 2025. L'ajustement de la rémunération des salariés (en % du PIB) est particulièrement important (de 18,1% en 2021 à

16,1% en 2025), en raison de la forte croissance du PIB nominal et du fait que l'augmentation des salaires a été négociée avant l'escalade inflationniste. En revanche, les dépenses de retraites, en principe liées par la loi à l'évolution de l'inflation, devraient continuer de croître à un rythme similaire à celui du PIB nominal.

En ce qui concerne les charges d'intérêts, variable-clé pour la soutenabilité de la dette, le plan prévoit qu'elles continueront de baisser pour atteindre 2,1%

du PIB en 2025 (après 2,2% en 2021). Cela s'explique par la croissance du PIB et par l'hypothèse selon laquelle les taux resteront très faibles (le plan considère que le rendement de l'obligation espagnole à dix ans reste stable à environ 1% entre 2022 et 2025, bien qu'il ait récemment grimpé à 2%). Enfin, la dette publique serait progressivement réduite en pourcentage du PIB, mais restera à des niveaux élevés (de 118,4% en 2021 à 109,7% en 2025).

✓ Notre opinion – *Le niveau d'incertitude présent dans le contexte géopolitique et économique global conditionne fortement tout exercice de prévision macro-économique. Dans ce sens, les chiffres proposés par le gouvernement se basent sur une inflation de 6,1% en 2022 et 2,2% en 2023. L'acquis de croissance pour l'année en cours au mois de mai était de 8,4%. Ainsi, l'indice des prix à la consommation devrait croître à 5% en moyenne entre juin et décembre pour atteindre les prévisions du gouvernement, ce qui à l'heure actuelle paraît un pari optimiste.*

Néanmoins, une comparaison entre la situation des comptes publics que le gouvernement projette pour 2025 dans le programme de stabilité avec celle du monde pré-Covid semble utile. En 2025, le poids du secteur public dans l'économie sera plus élevé qu'en 2019 (+2% du PIB). Cela suggère que les dépenses publiques feront un rebond structurel en raison de facteurs tels que l'indexation des retraites sur l'inflation et le fait qu'il y aura une augmentation structurelle des dépenses de santé. Le déficit structurel en 2025 (3,2%) sera très similaire à celui de 2019 (3,5% du PIB) (les dépenses augmenteront, mais les revenus devraient augmenter proportionnellement). Enfin, le gouvernement prévoit que l'augmentation des recettes se consolidera sans nécessiter de nouvelles mesures fiscales. Selon le plan, les recettes fiscales seront en pourcentage du PIB de 1,8% supérieures en 2025 qu'en 2019. Cela est basé sur une approche inertielle en supposant qu'un niveau de collecte similaire à celui de 2021 (24,5% du PIB, nettement supérieur à 2019) peut être maintenu en 2025.

Pays émergents

Amérique latine

Colombie : surprise politique, croissance et inflation résistantes

Ainsi que l'avaient « annoncé » les sondages, le candidat de gauche, Gustavo Petro (*Pacto Histórico*), est arrivé en tête au premier tour de l'élection présidentielle le dimanche 29 mai avec 40,3% des voix. En revanche, donné deuxième, Federico Gutierrez (*Equipo por Colombia*) n'a recueilli que 23,9% des votes et s'est fait devancer par Rodolfo Hernandez (*Liga de Gobernantes Anticorrupcion*, 28,2% des voix).

F. Gutierrez, candidat de la droite classique, perçu comme s'inscrivant dans la lignée de l'actuel gouvernement, n'a pas réussi à capitaliser en se présentant comme la seule option crédible empêchant la gauche de G. Petro de parvenir au pouvoir. Vu comme le candidat du *statu quo*, il s'est fait distancer par le « trublion populiste de droite ». Reflétant les désillusions notamment nourries par les inégalités sociales et le ressentiment des colombiens à l'égard des partis traditionnels, l'ascension de R. Hernandez (perçue par les sondages mais pas au point de le voir candidat au second tour) tient certainement à sa personnalité (homme d'affaires, personnalité politique locale puisque maire de Bucaramanga, candidat indépendant) et à son absence de campagne (excellent moyen de dissimuler ses faiblesses voire son « vide »), si ce n'est sur les réseaux sociaux.

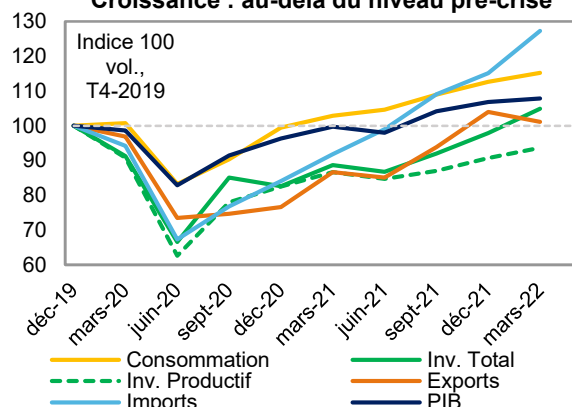
R. Hernandez n'a, en effet, pas participé aux débats organisés avant l'élection et ne dispose pas d'appuis parlementaires. Son programme économique n'est pas réellement élaboré et s'articule quasi exclusivement autour de la lutte contre la corruption. Il propose notamment de diminuer les dépenses de fonctionnement de l'État afin d'alléger la fiscalité (réduction du taux de TVA de 19% à 10%, incitation à la création d'entreprises avec des exonérations fiscales pour les entreprises nouvellement créées).

Quant à G. Petro, il s'est présenté aux élections armé d'un programme ambitieux et détaillé qui introduit de nouvelles orientations. Il propose des changements majeurs en termes de fiscalité (nouvel impôt sur les dividendes, nouvel impôt sur les 4 000 personnes les plus riches, taxe sur les terres non exploitées, augmentation des impôts et des redevances sur les industries extractives, augmentation des recettes fiscales/PIB de 5,5 points

de pourcentage), de système de retraite (transition vers un système de répartition, retraite minimum pour les personnes n'ayant pas cotisé), de rôle dévolu aux industries extractives (mettre fin à la dépendance vis-à-vis des exportations de pétrole¹, suppression progressive des exportations de charbon, transition vers des énergies propres, interdiction de la fracturation, des mines à ciel ouvert, des nouvelles explorations pétrolières), de rôle de la banque centrale (compléter le ciblage de l'inflation par des objectifs de croissance et d'emploi).

Bien que F. Gutierrez ait annoncé son soutien à R. Hernandez, le second tour (19 juin) s'annonce serré. Quel que soit l'élu, il incarnera un changement au regard de la succession des gouvernements de centre et de centre-droit. Il lui faudra cependant composer avec le Congrès élu en mars², ce qui limite singulièrement les chances de voir mises en œuvre les propositions les plus radicales. À plus brève échéance, il faudra promouvoir l'atterrissage (si possible en douceur) d'une économie encore vaillante, mais déjà en proie à la décélération et à une inflation très élevée.

Croissance : au-delà du niveau pré-crise



Sources : DANE, Crédit Agricole SA/ECO

L'inflation, tout d'abord celle des composantes volatiles (dont l'énergie), puis rapidement l'inflation sous-jacente se sont considérablement redressées depuis avril 2021, tout comme les anticipations d'inflation, et ce malgré les subventions sur les prix des carburants³. L'inflation est évidemment due aux pressions exercées en amont par les perturbations

¹ Les exportations de pétrole génèrent environ un tiers des recettes d'exportations totales (soit 4,5% du PIB) et un excédent commercial de plus de 3% du PIB. Les recettes fiscales tirées du secteur pétrolier représentent 13% des recettes budgétaires.

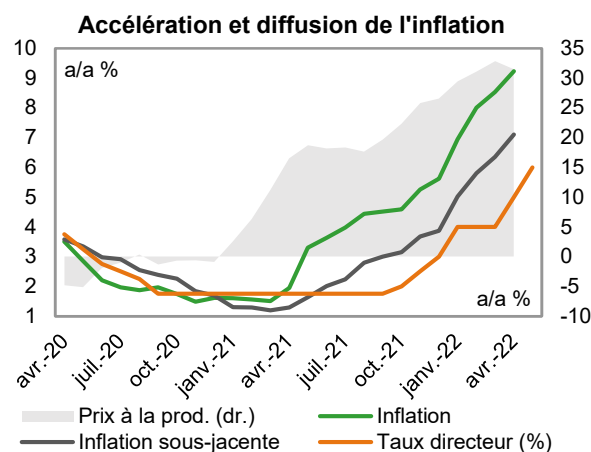
² Très schématiquement, il faudra trouver des compromis avec la Chambre basse (188 membres) très largement de centre-droit (droite 44% des sièges, centre-droit 29%, gauche 27%) et le

Sénat (108 sièges) majoritairement à droite (droite 52% des sièges, centre-droit 27%, gauche 21%).

³ En 2007, la Colombie a créé un fonds de stabilisation des prix des carburants (*Fondo de Estabilización de Precios de los Combustibles*, FEPC). Le déficit du FEPC du premier trimestre 2022 s'élève à environ 6 300 milliards COP (soit 0,5% du PIB annuel 2021). Le déficit pourrait se situer autour de 2% du PIB fin 2022.

des chaînes de valeur mondiales, la guerre en l'Ukraine et de nouveaux confinements en Chine.

Mais elle est également imputable à une sortie de crise puissamment tirée par la consommation privée et publique (alors que l'investissement productif reste inférieur à son niveau pré-pandémie), au dynamisme persistant de l'activité, à la bonne tenue du marché du travail, à la croissance du crédit. Cela a conduit la Banque centrale à revoir ses prévisions de croissance à la hausse pour 2022 (de 4,7% à 5%, mais en les maintenant à 2,9% pour 2023), tout en considérant que l'économie a épuisé ses capacités excédentaires. Ayant entamé son resserrement monétaire tardivement, la Banque centrale (cible d'inflation de 3% +/-1 point de pourcentage), lors de sa réunion du 29 avril, a encore augmenté son taux directeur de 100 points de base le portant ainsi à 6%. Loin du pic prévisible vers 9% fin 2022.



Moyen-Orient et Afrique du Nord

Moyen-Orient - Afrique du Nord : le nouveau monde des excédents jumeaux, mais pas partout...

Le redressement spectaculaire du prix des matières premières, notamment du pétrole depuis la sortie de la crise Covid, et surtout le déclenchement de la guerre en Ukraine début 2022 ont très fortement favorisé les pays producteurs de pétrole. Avec un prix du baril à plus de 100 dollars en moyenne depuis le début de l'année, les pays du Golfe bénéficient pleinement de cette amélioration conjoncturelle. Celle-ci tire les recettes d'exportation et les ressources budgétaires à la hausse, tout d'abord grâce à l'effet-prix, mais aussi par une légère hausse des volumes produits dans le cadre de l'accord OPEP+ qui inclut également la Russie.

En 2022, de nombreux pays de la région devraient donc passer de déficits courants à des excédents courants et de déficits budgétaires à des excédents budgétaires. On pourrait donc dire de déficits jumeaux à des excédents jumeaux, une situation inédite depuis la chute des prix du pétrole en 2014. Le graphique ci-dessous identifie les pays qui seront, en 2022, dans la zone favorable des excédents jumeaux. On y trouve les six pays du Golfe (CCG), ainsi que l'Irak et la Libye. Certains pays comme le Koweït seront à nouveau parmi les pays les plus favorisés au monde, avec un excédent de la balance courante qui devrait atteindre plus d'un tiers du PIB de l'année. Deux pays producteurs de pétrole ne devraient toujours pas se situer dans cette zone favorable cette année : l'Iran, pénalisé par le maintien des mesures d'embargo, devrait connaître un léger déficit courant qui ne disparaîtra que si un accord sur le dossier nucléaire est signé. De son côté, l'Algérie ne va pas voir son déficit budgétaire disparaître cette année, malgré une forte contraction : la politique fiscale reste très contrainte

et les subventions étatiques devraient progresser pour atténuer l'impact de la hausse du prix des céréales importées sur le budget des ménages.

Les pays non-producteurs de matières énergétiques vont connaître une année 2022 toujours très difficile sur le plan des équilibres budgétaires et de la balance des paiements. Certains vont essayer de contenir les chocs de la hausse de la facture des importations, notamment sur l'énergie et les produits alimentaires. Mais la plupart vont voir leurs déficits rester élevés ou se détériorer légèrement, comme au Maroc ou en Égypte. Après la crise sanitaire qui a provoqué une hausse globale de l'endettement des États, le retour à des meilleurs équilibres va donc être différé pour ces pays d'une ou deux années supplémentaires.

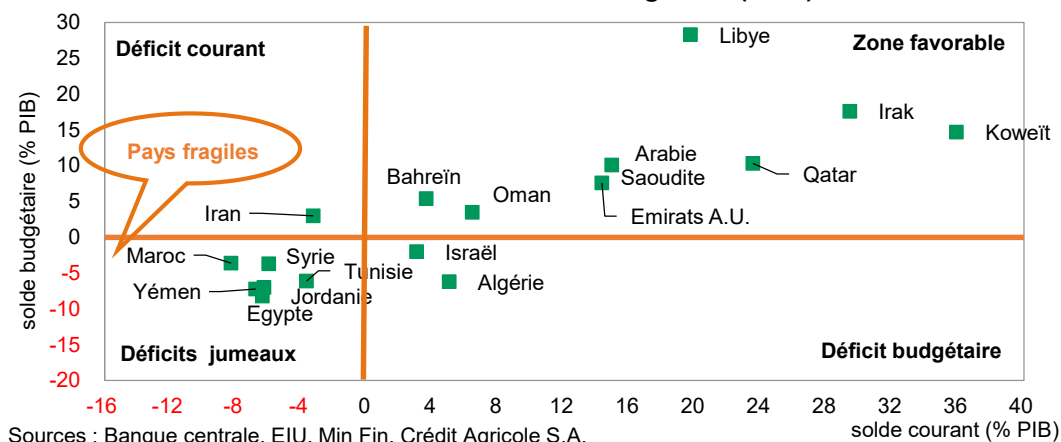
En revanche, que feront les pays producteurs de pétrole de la nouvelle manne financière qui s'offre à eux ? En profiteront-ils pour se désendetter ou pour investir dans les secteurs assurant une meilleure diversification de leur économie ? Les pays rentiers purs comme le Qatar ou le Koweït devraient en profiter pour réduire leur endettement sans remettre en cause la gestion de la rente. Ce sera sans doute aussi le cas de Bahreïn et d'Oman. Les Émirats poursuivent leur politique de diversification économique de façon très volontariste.

Quant à l'Arabie, elle consacre actuellement une part très importante de ses ressources pour renforcer les fonds de la holding souveraine PIF en vue d'investir dans les secteurs identifiés, dans le projet « Vision 2030 », pour réduire la dépendance à la rente pétrolière. Le tourisme (et pas seulement le tourisme religieux), la santé, les énergies

alternatives (hydrogène) et l'industrie parapétrolière sont parmi les axes de diversification choisis sur le marché domestique en partenariat avec de

nombreuses entreprises étrangères. Par ailleurs, le fonds souverain poursuit des investissements à l'étranger dans des secteurs variés.

MOAN : soldes courant et budgétaire (2022)



✓ **Notre opinion** – La nouvelle aisance financière des pays producteurs pourrait avoir l'effet pervers de différer les mesures de réformes nécessaires dans certains pays, surtout en cas de baisse des prix dans les prochains trimestres. La pérennité de prix du pétrole à niveau élevé est toutefois plutôt une opinion assez largement partagée sur les marchés : les contrats de futures estiment le prix du pétrole à environ 80 dollars le baril à l'horizon de deux ans et demi (fin 2024), pour 116 dollars actuellement.

Europe centrale et orientale, Asie centrale

👉 Pologne : feu vert pour le plan de relance

Resté bloqué depuis quasiment un an, le plan de relance polonais est sur le point d'être accepté par la Commission européenne. C'est la présidente Ursula von der Leyen, en visite à Varsovie jeudi, qui a annoncé la bonne nouvelle, même si ce dossier reste des plus complexes.

Tout d'abord, le plan en lui-même ne présente pas de difficultés quant à son acceptation, au contraire. Il constitue une réelle opportunité pour le pays. D'abord par la taille et ensuite par l'orientation de ce plan, la Pologne va bénéficier d'environ 24 milliards d'euros de subventions et de 12 milliards d'euros sous forme de prêts conformément à sa demande. Donc, un total de 36 milliards d'euros pour une période de six ans. En moyenne, cette enveloppe exceptionnelle, doublée avec les fonds pluri-annuels, représente une dotation annuelle qui fluctue entre 3,1% et 3,2% du PIB.

Le gouvernement polonais a proposé cinq piliers majeurs comme feuille de route pour les politiques publiques. Ils s'articulent autour des énergies vertes, avec par exemple des constructions de champs éoliens ou l'amélioration du bilan énergétique des habitations. Un autre objectif est d'atteindre « le zéro émissions » dans les transports publics. Sur le chantier du digital, priorité est donnée à la

construction des infrastructures 5G. Le secteur de la santé voit également ses dépenses augmenter, non seulement pour lutter contre la pandémie, mais également pour améliorer la qualité des soins. Un autre focus sera consacré aux questions d'innovation et de politiques relatives au marché du travail. Et enfin, des efforts seront consacrés à l'amélioration de l'environnement des affaires.

Ce qui pose problème, c'est la légitimité de la Pologne à bénéficier de fonds européens en raison du non-alignement de sa gouvernance institutionnelle à la règle de droit si chère à l'Union européenne. Les dérives sont très nombreuses depuis l'arrivée au pouvoir du gouvernement PiS en 2015 et l'escalade des restrictions des libertés ne s'est jamais arrêtée. Elle concerne aussi bien les libertés individuelles qu'institutionnelles et c'est précisément sur ces dernières que Bruxelles s'inquiète depuis quelques années. Cette inquiétude s'est peu matérialisée en action jusqu'à présent, faute de moyens efficaces de la part des institutions européennes qui se sont en quelque sorte retrouvées dépourvues face aux agissements de la Pologne et de la Hongrie.

Seulement, la mise en place du plan de relance européen était l'occasion pour l'Europe de faire

respecter ses règles par l'ensemble des pays membres sous peine de sanctions financières (suspension des fonds). C'est donc dans ce cadre-là que le plan de relance polonais n'a pas été validé depuis un an. Ce qui est reproché de façon indiscutable à la Pologne, c'est la dérive de son système judiciaire. Concrètement, et entre autres, Bruxelles demandait donc à Varsovie de supprimer la chambre disciplinaire des juges de la Cour suprême pour avoir droit à son enveloppe relative au plan de relance. Cette instance, nommée par le ministre de la Justice, peut sanctionner les juges, si les décisions ne sont pas conformes aux attentes du gouvernement : une atteinte à l'indépendance du système judiciaire.

On pourrait imaginer que le déblocage du plan de relance arrive suite à la résolution de ce point bloquant, mais ce n'est pas tout à fait le cas. En réalité, le Parlement a voté une loi – proposée par le président – de suppression de la « chambre disciplinaire ». Mais celle-ci est remplacée par la « chambre de responsabilité professionnelle ». Le fonctionnement ne sera pas tout à fait le même, c'est-à-dire qu'elle ne sera pas gérée dans le cadre du tribunal de la Cour suprême comme actuellement. Cependant, les règles relatives aux personnes qui vont siéger et statuer sur les affaires disciplinaires ne sont pas encore claires.

Du côté de la Commission européenne, la validation du plan de relance ne veut pas dire automatiquement un déblocage des fonds. Les conditions devront être remplies afin de prétendre aux déboursments, donc un suivi sera réalisé de façon très précise et sérieuse.

Pour comprendre comment la Commission a abouti à cette décision, alors que les progrès institutionnels polonais sont plutôt de façade et loin d'être

appliqués, il faut prendre en compte la situation géopolitique globale, d'une part, et les autres sujets de négociations européennes, d'autre part.

La guerre en Ukraine a largement exposé la Pologne en tant que pays accueillant les déplacés de guerre (2,5 millions de personnes). La Pologne a également été un moteur dans les négociations des sanctions contre la Russie au sein des pays membres.

Ensuite, il ne faut pas oublier que Varsovie s'opposait fermement à la proposition française d'instaurer une taxe minimum pour les entreprises dans toute l'UE. La validation du plan de relance était donc un argument majeur pour ne pas bloquer cette avancée tant attendue.

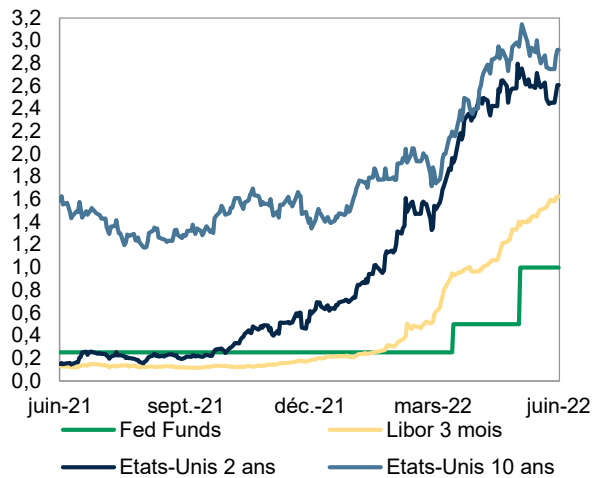
Bien que tout cela puisse ressembler à juste titre à un grand marchandage au sein des pays membres, il n'en est pas moins vrai qu'aussi bien la Pologne que toute l'Europe a intérêt à ce que le pays puisse réaliser avec succès sa transition énergétique comme objectif du plan de relance. Le contexte géopolitique mondial la rend de plus en plus difficile, mais si des avancées doivent avoir lieu dans ce domaine, il est de l'intérêt général que la Pologne y participe activement. Rappelons que l'économie polonaise est une des plus polluantes en Europe, en raison de l'utilisation du charbon.

La difficulté et les frustrations résident dans la triste réalité : les investissements massifs européens qui vont aider le pays à se transformer vont également aider le gouvernement en place à se maintenir et renforcer cette idéologie autoritaire qui est en place depuis 2015. Reste toujours l'espoir que l'électorat puisse y voir clair, mais là aussi les médias sont tellement tenus par le pouvoir que ce n'est pas le discours qui sera tenu sur les plateaux télé...

Tendances à suivre

Taux d'intérêt en dollar américain

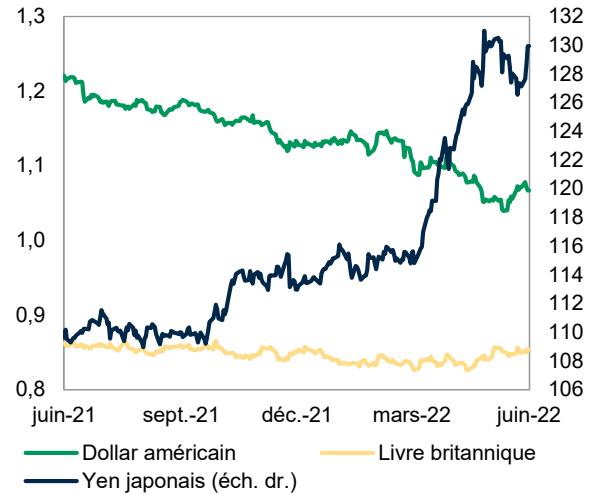
%, interbancaire (Londres) et souverains (États-Unis)



Source : Thomson Reuters

Taux de change des principales devises

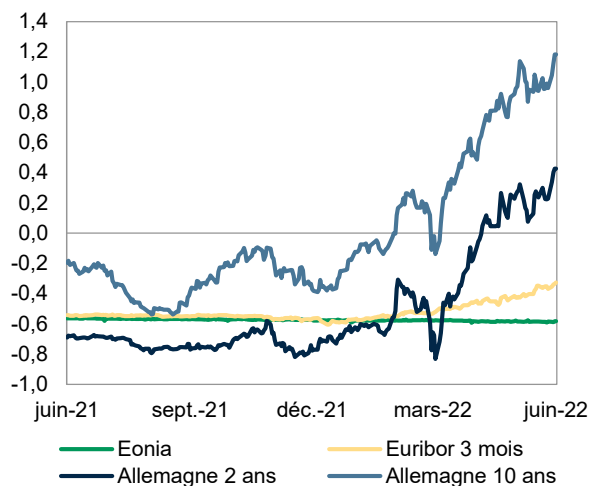
EUR/USD, EUR/GBP et USD/JPY



Source : Thomson Reuters

Taux d'intérêt en euro

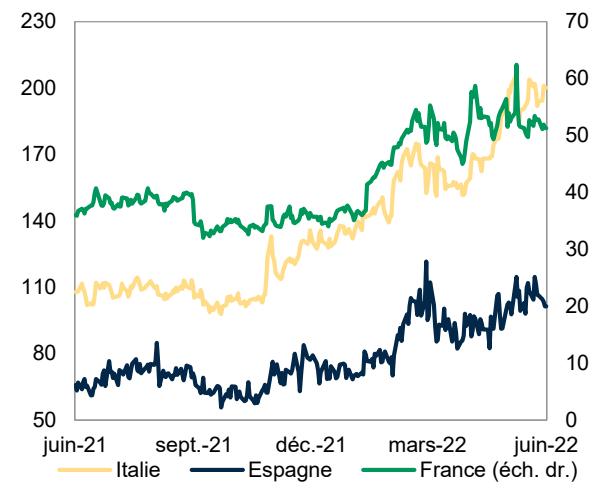
%, interbancaires (Londres) et souverains (Allemagne)



Source : Thomson Reuters

Spreads souverains européens avec le Bund

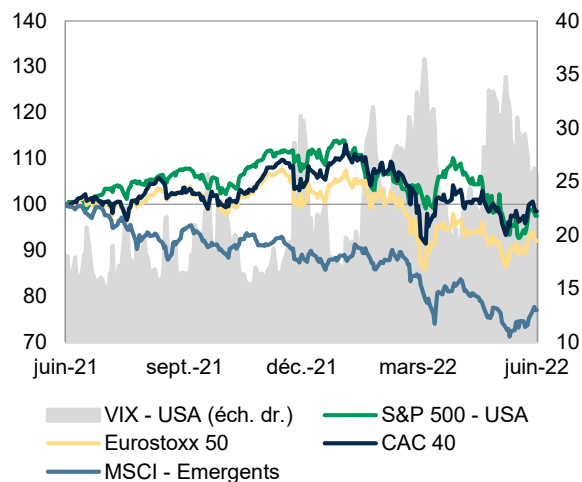
Pdb, dette en EUR à dix ans



Source : Thomson Reuters

Marché actions

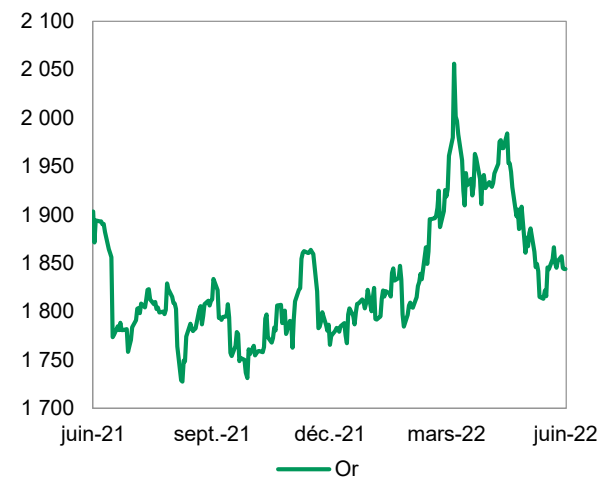
Indice boursiers (100 = début de période) et volatilité VIX



Source : Thomson Reuters

Cours de l'once d'or

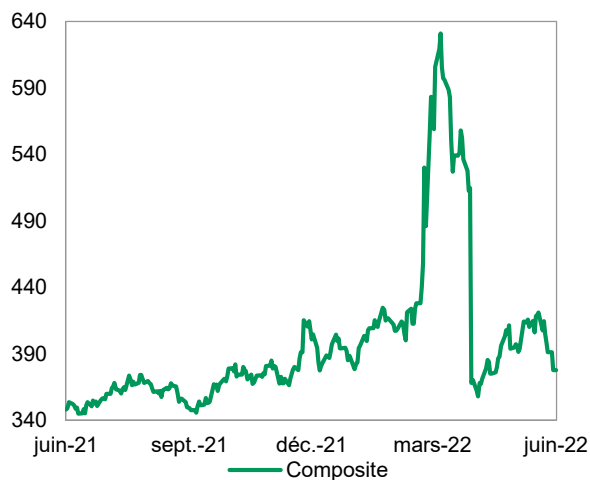
USD/Once troy (Londres)



Source : Thomson Reuters

Spreads souverains émergents avec le T-Bond

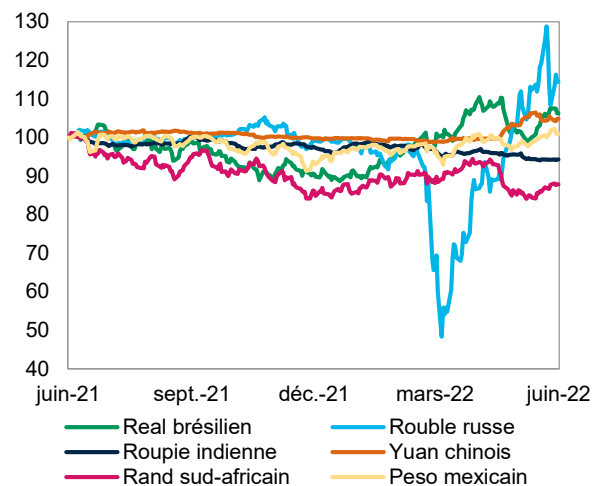
Indices EMBI+ (pdb, dette en USD de plus d'un an)



Source : JP Morgan

Devises émergentes

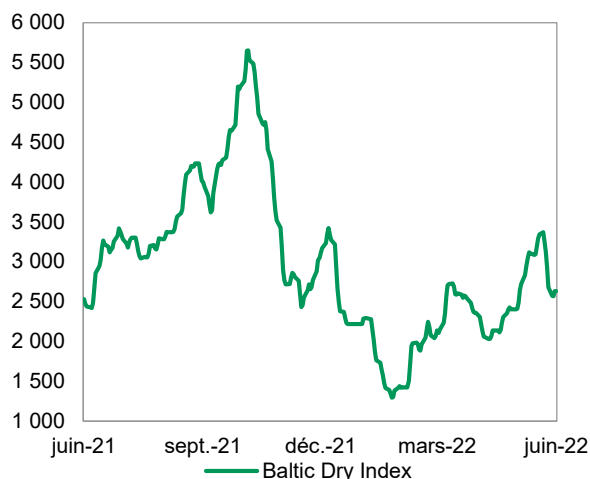
/USD (indice 100 = début de période)



Source : Thomson Reuters

Coût du transport maritime de vrac sec

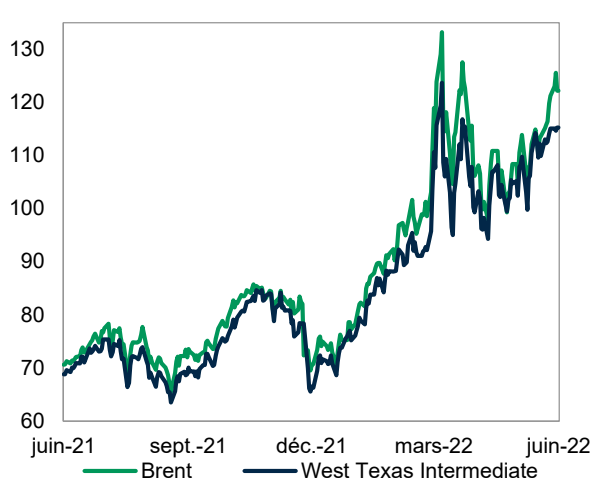
Baltic Dry Index (USD/point)



Source : Baltic Exchange

Cours du baril de pétrole brut en USD

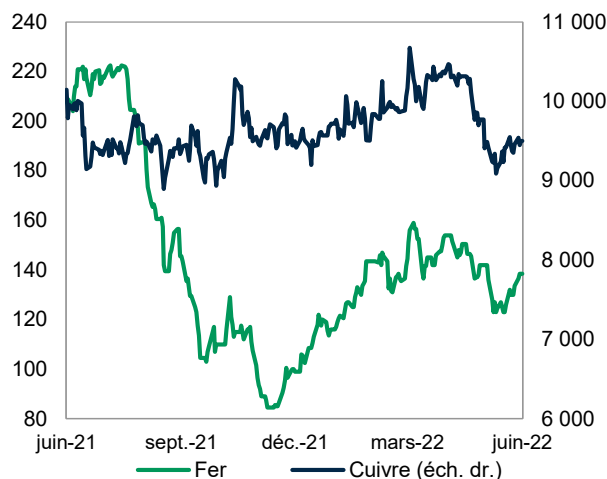
Brent (mer du Nord) et WTI (golfe du Mexique)



Source : Thomson Reuters

Cours des métaux

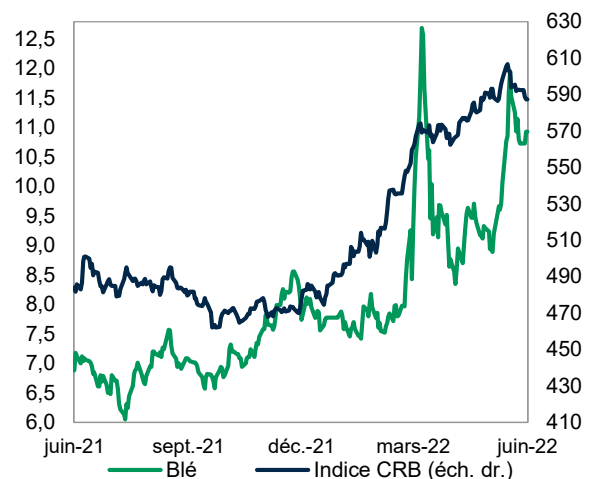
USD/tonne métrique



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
30/05/2022	Allemagne – Conjoncture : PIB au T1-2022	Europe
25/05/2022	Centrafrique – L'adoption du Bitcoin, une décision qui interroge	Afrique sub-saharienne
24/05/2022	Asie – Chine, Hong Kong : le coût du zéro Covid	Asie
20/05/2022	Monde – L'actualité de la semaine	Monde
20/05/2022	Italie – Scénario 2022-2023 : face au conflit en Ukraine	Italie
19/05/2022	Algérie – Des améliorations économiques certaines, mais plus d'inflation	Afrique du Nord
19/05/2022	Europe – Le 9 mai de l'Europe, un moment géopolitique ?	Europe
19/05/2022	Géo-économie et investissements directs : la puissance auto-réalisatrice des anticipations	Géopolitique
18/05/2022	Philippines – Un peuple qui oublie son passé se condamne à le revivre	Asie du Sud-Est
16/05/2022	Espagne – L'industrie résiste, sous pression	Espagne
13/05/2022	Monde – L'actualité de la semaine	Monde
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

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

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

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

Asie : Sophie WIEVIORKA

Amérique latine : Catherine LEBOUGRE (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 : Fabienne PESTY

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

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

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

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

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