

Perspectives

Hebdomadaire – N°22/260 – 9 septembre 2022

MONDE – L'actualité de la semaine

☞ La facture énergétique jette un froid sur l'Europe !.....	2
☞ France : vers un ralentissement de l'activité économique.....	3
☞ Europe : les 27 testent leur unité au travers du plafonnement du prix du gaz et de l'électricité.....	3
☞ Allemagne : la production industrielle dans la tourmente de la crise énergétique !.....	5
☞ Italie : rebond du PIB au T2.....	6
☞ Espagne : nouvelles taxes pour le secteur bancaire et énergétique.....	7
☞ Espagne : baisse de la TVA sur le gaz.....	7
☞ Royaume-Uni : un plan colossal de soutien à la demande face à la crise énergétique.....	8
☞ Dernières tendances dans les pays émergents.....	10
☞ Chine : printemps chaud, été brûlant, rentrée explosive.....	11
☞ Chili : rejet du projet de nouvelle Constitution (et autres menus soucis).....	13
☞ Oman : l'économie s'améliore, les ratings des agences aussi.....	15
☞ Pologne : l'inflation met à mal la résilience économique.....	16

La facture énergétique jette un froid sur l'Europe !

Durant l'été, les gouvernements européens ont planché sur la sécurisation de l'approvisionnement énergétique et les mesures susceptibles d'alléger la facture des ménages et des entreprises à l'approche de l'hiver. Cela s'est traduit par le renforcement et la diversification des partenariats énergétiques et l'élaboration de divers plans de soutien aux économies, plus ou moins ciblés et généreux. Les prix sur le marché de gros de l'électricité en Europe ont en effet atteint des niveaux inégalés vers la fin du mois d'août, le prix du mégawatt-heure franchissant les 850 € en Allemagne et 1 000 € en France, avant de revenir ces derniers jours à des niveaux moins prohibitifs mais néanmoins confiscatoires pour les foyers les plus modestes. En matière de coordination européenne, les discussions se sont intensifiées avec plusieurs propositions mises sur la table dont un plafonnement des prix du gaz russe. Une initiative immédiatement décriée par Moscou qui a aussitôt menacé de couper l'approvisionnement en énergies fossiles vers l'Europe si une telle mesure était adoptée. Certains pays plaident davantage pour un découplage des prix de l'électricité avec celui du gaz qui participe massivement aux pressions sur les prix, une manière de desserrer l'étau inflationniste mais qui nécessite de changer les règles de fixation du prix de l'électricité au niveau européen. D'autres pays encore étudient la possibilité d'une taxation des profits excédentaires réalisés par les énergéticiens produisant de l'électricité à partir d'énergies à bas coûts comme les renouvelables, le charbon et le nucléaire et qui bénéficient des prix de vente élevés en raison du système de fixation des prix, l'objectif étant de subventionner une tarification plus abordable pour le consommateur avec ces excédents. La réunion des vingt-sept ministres de l'énergie ce vendredi à Bruxelles n'aboutira vraisemblablement pas à des décisions immédiates mais devrait néanmoins faire ressortir l'option la plus soutenue au sein de l'Union.

En zone euro, la croissance du deuxième trimestre a surpris positivement (+0,8% en variation trimestrielle) grâce à la reprise des dépenses de consommation des ménages rendue possible par la levée des restrictions liées à la pandémie et une bonne résistance de l'investissement. Si l'Allemagne s'est contentée d'une modeste progression du PIB de +0,1%, la France, l'Italie et l'Espagne ont enregistré des performances plus satisfaisantes avec respectivement +0,5%, +1,1% et +1,1%.

Enfin, la Banque centrale européenne a tranché en faveur d'une hausse des taux directeurs de 75 points de base, un mouvement largement anticipé par les investisseurs au vu de l'évolution de l'inflation qui menace de s'enraciner plus durablement. Le taux de dépôt s'établit dorénavant à 0,75%

et le taux de refinancement à 1,25%, des niveaux inconnus depuis 2011. De surcroît, le conseil des gouverneurs prévoit d'autres hausses de taux pour octobre et décembre afin de contenir l'inflation sans toutefois en dévoiler l'ampleur. Les projections d'inflation ont également été révisées à la hausse à 8,1% cette année et 5,5% en 2023 tandis que les prévisions de croissance annuelle de la zone euro ont été ramenées à +3,1% pour cette année et à 0,9% pour l'an prochain.

Outre-Atlantique, le déficit commercial américain s'est sensiblement réduit au mois de juillet sous l'effet d'une contraction marquée des importations et d'une modeste progression des exportations. Les demandes hebdomadaires d'allocation chômage ont diminué de 6 000 personnes pour atteindre 220 000 nouvelles inscriptions, un plus bas niveau depuis trois mois, confirmant la robustesse du marché du travail américain. Les ténors de la Fed, Jerome Powell et sa vice-présidente, Lael Brainard, ont réaffirmé que la Réserve fédérale maintiendrait une politique monétaire restrictive aussi longtemps que nécessaire pour ramener l'inflation autour de son objectif de 2%, ancrant ainsi la lutte pour la maîtrise de l'inflation sur une échéance plus longue au risque de nuire à l'activité. Cette dernière a déjà marqué le pas au T1 et au T2, avec une croissance du PIB de respectivement -1,6% et -0,9% en rythme trimestriel annualisé. La prochaine réunion de la Fed, le 20 septembre, devrait valider une nouvelle hausse des taux directeurs de 50 ou 75 points de base et ses effets sur la croissance seront davantage examinés.

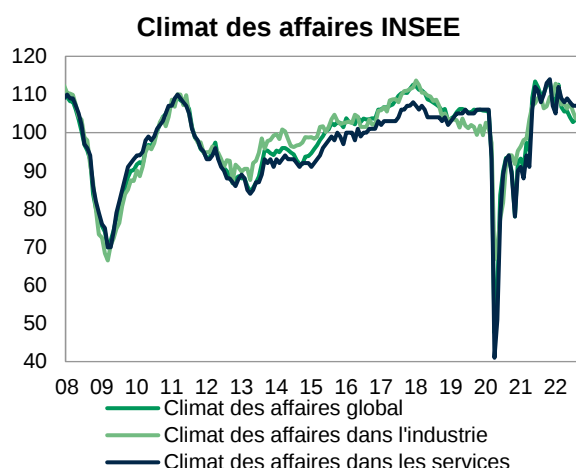
Dans ce contexte, les marchés actions mondiaux ont regagné quelques points cette semaine. L'Eurostoxx 50 et le S&P 500 ont respectivement progressé de 0,9% et 2,1%. Sur les marchés obligataires, les rendements des emprunts d'État américain et allemand de maturité 10 ans ont gagné respectivement 7 et 14 points de base sous l'effet des discours très « hawkish » des banques centrales. En parallèle, les primes de risque espagnole et italienne se sont resserrées face au *Bund* allemand d'environ 5 points base. La devise européenne continue de pâtir de la guerre en Ukraine, de l'inflation énergétique. La parité de l'euro face au dollar s'est néanmoins maintenue cette semaine grâce au soutien, certainement fragile et temporaire, apporté par l'action et le discours de la BCE et ce, en dépit d'une probabilité de récession plus élevée en Europe. Enfin, le prix du baril de pétrole en mer du Nord a reculé de 1,9% sur la semaine, sous l'effet des inquiétudes quant à une baisse de la demande mondiale et à un coup de frein trop appuyé sur la croissance.

Zone euro

France : vers un ralentissement de l'activité économique

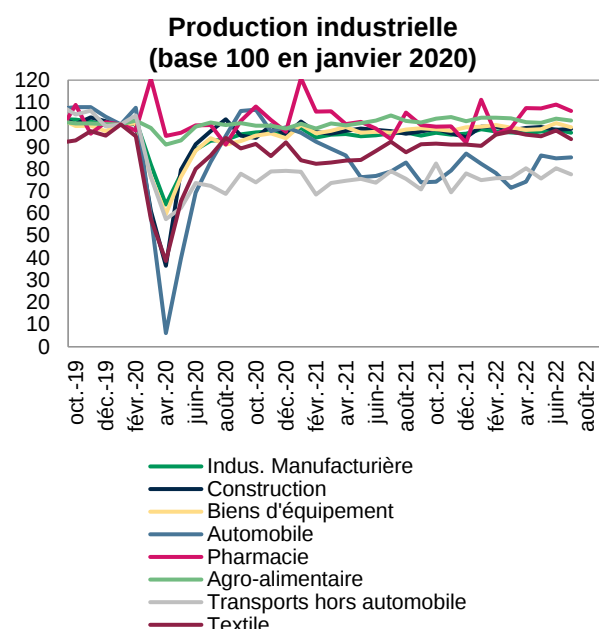
Si les données d'opinion ont montré une certaine résilience de l'activité économique pendant l'été, celle-ci pourrait ralentir au cours des prochains mois. Dans les services, la dynamique de reprise de la demande entamée au deuxième trimestre devrait se poursuivre au T3. Le climat des affaires s'est bien maintenu et reste élevé, à 106 au mois d'août, même si l'inflation dans les services continue à accélérer, ce qui risque d'entraîner un freinage de la demande en fin d'année. Dans l'industrie en revanche, les perspectives sont déjà plus sombres.

En août, le climat des affaires dans l'industrie manufacturière s'est déjà dégradé avec des carnets de commandes moins garnis, même s'il reste jusqu'à présent en territoire favorable à 104 (supérieur à sa moyenne de long terme de 100).



Source : Insee, Crédit Agricole SA / ECO

La production industrielle s'est d'ailleurs repliée au mois de juillet et ne parvient pas à retrouver son niveau d'avant la crise du Covid. Elle reste notamment plombée par l'industrie des matériels de transport (automobile mais également les autres matériels de transport). Face à la hausse des prix de l'énergie, certaines entreprises dont la rentabilité est très fragilisée commencent aussi à suspendre leurs activités. Ce mouvement reste encore très marginal et touche pour l'instant des industries très énergivores comme la verrerie ou la production d'aluminium qui ne représentent qu'une très faible part de l'activité industrielle totale, mais restera à surveiller dans les mois à venir.



Source : Insee, Crédit Agricole SA / ECO

Notre opinion – Le PIB devrait à nouveau progresser au troisième trimestre (après +0,5% au T2 par rapport au T1) et continuerait à être soutenu par une consommation de services dynamique pendant l'été. Les perspectives d'activité s'assombrissent en revanche pour la fin de l'année. L'inflation a atteint de nouveaux sommets à 6,1% sur un an au mois de juillet (avant de baisser légèrement à 5,8% au mois d'août) et continuera à peser sur le pouvoir d'achat et donc sur la consommation des ménages dans les prochains mois malgré la mise en place de la loi pouvoir d'achat qui soutiendra le revenu d'ici la fin de l'année. En outre, le spectre d'une aggravation de la crise énergétique est bien présent. Malgré les ruptures d'approvisionnement en gaz russe, la France devrait pouvoir traverser l'hiver sans mettre en place de rationnement de la consommation (dans les entreprises des secteurs industriels notamment). Ce risque reste toutefois présent en cas d'hiver particulièrement rude ou de difficultés persistantes de l'industrie nucléaire par exemple. En outre, les prix de l'énergie, en particulier du gaz, resteront très élevés, certaines entreprises industrielles décident ainsi de suspendre leur activité faute de rentabilité.

Europe : les 27 testent leur unité au travers du plafonnement du prix du gaz et de l'électricité

En amont du Conseil européen extraordinaire sur l'énergie, convoqué le 9 septembre, la Commission européenne met sur la table cinq mesures immédiates. Selon les mots de sa présidente « grâce à notre unité, notre détermination et notre

solidarité, nous sortirons vainqueurs ». Ce volontarisme optimiste dissimule le diable qui se niche dans le détail de ces mesures.

Après avoir concentré ses efforts sur la recherche de réponses politiques pour sécuriser les approvisionnements, la Commission européenne cherche désormais à protéger l'Europe de la volatilité des prix. Elle pose la question de la capacité de la conception actuelle du marché de gros du gaz à répondre à un choc extrême. Elle soulève aussi la question de l'exposition des prix de l'électricité aux prix de gros *spot* du gaz.

La Commission met donc sur la table du Conseil cinq mesures pour discussion :

- Un objectif contraignant de réduction de la consommation d'électricité aux heures de pointe lors des pics de demande, quand le gaz cher arrive sur le marché.
- Le plafonnement des recettes des entreprises qui produisent de l'électricité à faible coût (les sources d'énergie à faible intensité en carbone) et qui réalisent actuellement d'énormes bénéfices, qu'elles ne peuvent pas réinvestir dans leur totalité. La réorientation de ces profits imprévus vers les États afin qu'ils puissent soutenir les ménages et les entreprises vulnérables.
- Une contribution de solidarité sur les bénéfices exceptionnels des entreprises du secteur des combustibles fossiles.
- Un plafonnement du prix du gaz russe
- Un soutien de trésorerie et des garanties publiques aux entreprises de service public dans le secteur de l'énergie afin de permettre le maintien d'une liquidité suffisante pour sécuriser les marchés à terme

Le marché européen de gros du gaz repose sur le principe de concurrence et d'intégration entre *hubs* liquides. Ce principe a jusqu'à récemment assuré la continuité de l'approvisionnement, la livraison à des prix compétitifs et intégrés facilitant le transfert de flux entre les marchés de l'UE et garantissant que le gaz était livré là où il était le plus demandé. Cependant les dernières évolutions, qui ont conduit à la perte du contrôle des volumes physiques par les entreprises de l'UE, dans un contexte de concurrence partielle et de déformation du marché sur l'offre des *hubs*, ont révélé les vulnérabilités du modèle, qui autorise des opportunités de surprofits importants pour certains intervenants (opérateurs financiers et acheteurs couverts par des contrats à prix favorables). D'autant plus que les prix élevés des *hubs* augmentent les prix pour les contrats d'approvisionnement à long terme.

L'ACER, l'agence de coopération des régulateurs de l'énergie, a récemment suggéré des mesures réglementaires visant à mettre en place une surveillance des limites de prix d'intervalle dans les centres de négoce de gaz afin d'éviter une volatilité excessive des marchés.

Elle suggère aussi de mieux contrôler les contrats d'approvisionnement et recommande à la Commission de mettre en place des déclarations obligatoires des contrats à long terme au sein de l'UE, avec une transparence sur les modalités de calcul des prix et les échéances.

Aller au-delà de ces mesures par un plafonnement du prix du gaz est complexe techniquement, juridiquement et politiquement. Plusieurs pays soutiennent l'idée de plafonner le prix du gaz arrivant par gazoduc de Russie, d'autres proposent un plafonnement plus général du prix de tout le gaz importé par l'UE. Un accord pour l'instant paraît lointain et, même si une décision à la majorité qualifiée suffit, seul le respect unanime de la mesure peut en assurer l'efficacité.

Les États peuvent aussi aider les acteurs du marché, au moyen d'une plateforme commune d'achat de gaz, ce qui peut accroître le pouvoir de négociation des acheteurs de l'UE et éviter les surenchères entre Européens. Il s'agit là d'exploiter un pouvoir de quasi-monopsonne dans la relation avec la Russie qui a pour l'instant réussi à imposer son pouvoir de quasi-monopole. Mais l'objectif est aussi d'imposer le pouvoir de négociation de l'UE vis-à-vis des nouveaux fournisseurs. C'est dans ce sens qu'il faut interpréter la proposition de la Commission d'une plateforme commune d'achat dans son plan REPowerEU.

Les mesures visant le plafonnement des recettes des entreprises produisant de l'énergie à faible coût trouvent davantage de soutien au sein du Conseil. Leur justification réside dans le fait que ce sont les centrales au gaz qui fixent souvent les prix marginaux de l'électricité sur la majorité des marchés de l'électricité de l'UE. Le marché de l'électricité a été conçu pour des marchés dominés par le charbon et le gaz, qui nécessitent de faibles investissements initiaux mais sont plus coûteux à exploiter, exactement l'inverse des énergies renouvelables, qui constituent une partie croissante de la génération électrique. Mais aujourd'hui la situation varie selon les pays et la production d'électricité par le charbon ou l'hydraulique, ou encore le nucléaire mais aussi les renouvelables, peuvent également souvent remplir l'ordre de mérite. D'où la difficulté de choisir un niveau de prix plafond pour la production marginale d'électricité. Plus ce prix est élevé, plus la contribution des producteurs non gaziers pourra subventionner les pertes de producteurs d'électricité par le gaz et moindre sera la subvention à la charge des États. Mais moindre seront aussi les économies de coûts pour les utilisateurs (ménages et entreprises). Ce sont donc des questions complexes d'équilibre de marché, de conséquences pour les finances publiques et d'incitation à la consommation d'énergies fossiles qui rentrent en jeu dans la fixation du plafond au prix marginal de l'électricité. Des indiscretions de presse font circuler une option de prix plafond entre 180 et 200 €/Mwh.

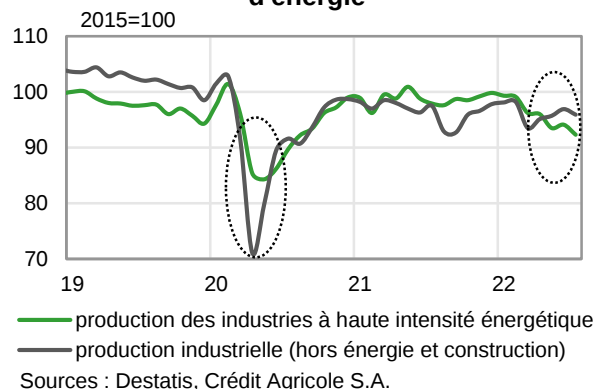
✓ **Notre opinion** – Au cours du T2 2022, la hausse de la valeur des importations de produits énergétiques de la zone euro a été de 40 Mds € par mois par rapport à la même période de l'année précédente. Projeter ce coût additionnel sur la totalité de 2022 revient à 360 Mds €, soit 3,1% du PIB. Cependant l'ampleur du choc est bien supérieure puisque le prix du gaz a fortement augmenté au cours de l'été et, en l'absence de mesures sur les prix, il risque de rester sur un niveau supérieur à celui connu au T2. À cela, il faut ajouter l'impact des marges des entreprises productrices sur les prix de l'électricité. Il est évident que sans des interventions de régulation des prix, la politique budgétaire ne pourra pas absorber de tels coûts, laissant ainsi une charge importante sur le secteur privé.

Allemagne : la production industrielle dans la tourmente de la crise énergétique !

La production industrielle hors énergie et construction a chuté de 1% sur un mois en juillet sur fond de hausse des prix énergétiques qui alourdit les coûts de production des entreprises et freine le pouvoir d'achat des ménages. Sur un an, la production industrielle affiche ainsi un recul de 1,6% et comparativement à février 2020, celle-ci reste inférieure de 6,4% à son niveau d'avant la crise sanitaire. Ce premier repli en quatre mois s'explique principalement par la baisse de la production en biens de consommation (-2,4% sur le mois) et dans une moindre mesure par celles en biens d'investissement (-0,8%) et biens intermédiaires (-0,6%). En dehors de l'industrie, la production dans la construction a augmenté de 1,4% et celle dans l'énergie de 2,8%. L'industrie représente plus d'un quart de la consommation finale d'énergie du pays (28%). Par secteurs, c'est l'industrie chimique qui nécessite le plus d'énergie, suivie de la métallurgie, de la cokéfaction, de la verrerie et céramique puis du papier. Ces cinq secteurs représentent à eux seuls 76% de la consommation énergétique industrielle allemande mais ne représentent que 21% de la valeur ajoutée produite dans l'industrie et 15% de sa main-d'œuvre. La mise en parallèle du nouvel indice de production industrielle dans les secteurs à haute intensité énergétique avec l'indice standard de production industrielle permet de mettre en évidence l'impact des prix énergétiques sur la production des secteurs les plus énergivores. Ainsi, le choc de la crise sanitaire a été moins fort dans les industries énergivores que dans les autres industries en 2020. En revanche, depuis le mois de mai 2022, la

production dans les industries plus consommatrices est nettement plus faible que celle observée dans les autres industries. Comparativement à février 2022, avant l'invasion de l'Ukraine par la Russie, les industries à forte intensité énergétique accusent une baisse de la production de 6,9% contre -2,3% seulement pour les industries moins énergivores.

Evolution de la production dans les industries à forte consommation d'énergie

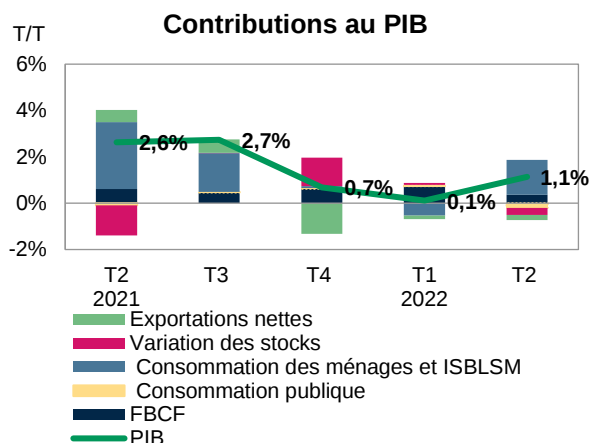


De plus, les goulots d'étranglement dans l'approvisionnement en matières premières et produits intermédiaires continuent d'affecter une grande partie des secteurs industriels. L'enquête Ifo du mois de juillet indique que 73,3% des entreprises subissent des interruptions importantes dans leur chaînes d'approvisionnement en raison de la guerre en Ukraine et des distorsions provoquées par la crise sanitaire.

✓ **Notre opinion** – La production industrielle allemande marque le pas au mois de juillet principalement en raison du renchérissement du coût énergétique qui rebat les cartes de la rentabilité des chaînes de production pour les industries les plus énergivores indépendamment d'une demande encore soutenue. Pour ces dernières, la décision d'un ralentissement du rythme de production, voire l'arrêt de certaines lignes de production, est dorénavant plus sérieusement sur la table. Une enquête Ifo révèle que 16% de toutes les entreprises industrielles se disent contraintes de réduire leur production en raison de la forte hausse des prix de l'énergie depuis l'été. Cette nouvelle épreuve risque de mettre à mal plus fortement encore la croissance de l'économie allemande dont les perspectives ont déjà été fortement revues à la baisse pour tenir compte d'une nécessaire sobriété énergétique durant l'hiver pour pallier le risque de rationnement.

Italie : rebond du PIB au T2

Les effets de la forte hausse des prix ne semblent avoir que peu de prise sur la marche de l'activité italienne. Loin de la récession attendue, le PIB affiche au deuxième trimestre une forte croissance augmentant de 1,1% selon la dernière révision de l'Istat. Par rapport au même trimestre de l'année passée, le PIB a crû de 4,6%. La variation laissée en 2022 est en nette hausse, à +3,5%.

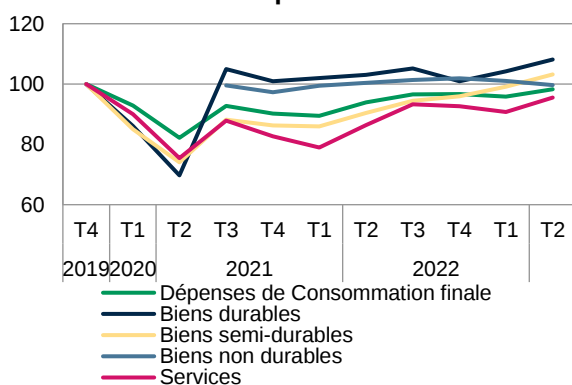


Source : Istat; Crédit Agricole S.A.

Le bouclier de mesures mis en place par le gouvernement afin de limiter l'impact de la forte hausse des prix de l'énergie semble faire ses preuves. Après un recul au T1, la consommation des ménages se redresse au cours du deuxième trimestre enregistrant une hausse de +2,6% contribuant à plus 1,1% à la croissance du trimestre. L'ensemble des composantes de la consommation sont en hausse. La plus forte contribution émane des services qui augmentent de 5,3% contribuant à hauteur de 2,6% aux dépenses des ménages. La consommation de biens est également en nette hausse alimentée aussi bien par la hausse de la consommation de biens durables (+4,1%) que semi-durables (+3,7%), tandis que celle des biens non durables largement plus pénalisée par l'effet prix recule de 1,3%.

base 100
= T4 2019

Evolution de la consommation depuis 2019

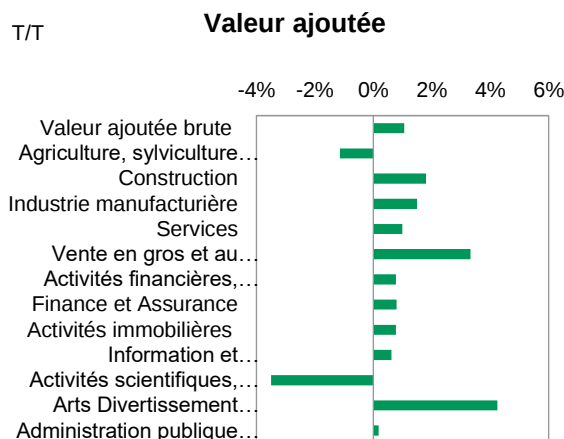


Source : Istat; Crédit Agricole S.A.

En dépit d'un environnement fortement marqué par l'incertitude, l'investissement continue de se montrer résilient. Après une croissance supérieure à 3% au T1, il enregistre une croissance de 1,7% au T2. À l'exception de l'investissement en transport, l'ensemble des composantes de la FBCF sont en hausse. L'investissement productif augmente ainsi de 1,8%. Toujours soutenue par le *Superbonus*, la construction progresse aussi de 1,8% portée par les investissements en logement (+2%) et ceux en travaux publics (1,6%).

La demande intérieure aura contribué à hauteur de 1,6 point au PIB, ce qui a largement compensé la contribution négative à la fois des stocks et de la demande extérieure. Le déstockage au cours du deuxième trimestre aura ainsi retiré 0,3 point à la croissance tandis que les exportations nettes ont amputé l'activité de 0,2 point de pourcentage. Ces dernières enregistrent pour le troisième trimestre une contribution négative nourrie par la forte croissance des importations notamment en énergie. Les exportations progressent mais dans une moindre mesure augmentant de 2,5%.

À l'exception de l'agriculture et des activités scientifiques, l'ensemble des branches d'activité ont observé une hausse. La valeur ajoutée de l'industrie en dépit de la forte hausse des coûts de production a ainsi crû de 1,3% tandis que celle de la construction augmente de 1,8%. Le commerce, le transport, et l'hébergement et la restauration qui ont bénéficié de la normalisation des dépenses des ménages en services ainsi que de la reprise du tourisme enregistrent une croissance de 3,3%. Il en va de même pour les activités liées aux arts et spectacles qui augmentent de 4,2% après plusieurs trimestres sinistrés par la période Covid. Les heures travaillées ont également continué de se redresser au cours du trimestre grâce à une reprise dans l'agriculture, la construction et les services, tandis que l'industrie au sens strict est restée stationnaire.



Source : Istat; Crédit Agricole S.A.

✓ **Notre opinion** – Les données du deuxième trimestre ont démenti les anticipations de beaucoup de prévisionnistes. Les effets attendus liés à la hausse des prix ne se sont pas pleinement matérialisés. Bien au contraire, ils semblent avoir été largement compensés par l'impulsion encore présente de la phase de récupération post-Covid-19, qui s'est traduite par une normalisation des dépenses en services et une reprise du tourisme. Les ménages qui avaient limité leur consommation en début d'année semblent avoir eu recours à leur épargne accumulée durant le Covid. Les mesures de soutien mises en place par le gouvernement Draghi ont également permis d'atténuer la hausse des prix sur les ménages consommateurs. Pour ce qui est des entreprises, elles ont bénéficié de moindres contraintes sur les approvisionnements qui compensent les effets délétères qui se manifestent du côté de la demande. Ces forces en œuvre montrent déjà des signes d'essoufflement. Bien que les échos du côté de la saison touristique soient très optimistes, tous les indicateurs se sont dégradés au cours de l'été. Les PMI industriels sont passés sous les 50 en août. La production industrielle part avec un fort acquis négatif sur le trimestre. L'inflation a également atteint un nouveau pic en fin d'été avoisinant les 8% et l'évolution des cours sur le marché gazier laisse à penser que cette tendance va perdurer au moins au cours du trimestre.

Espagne : nouvelles taxes pour le secteur bancaire et énergétique

Le gouvernement de Pedro Sanchez a présenté les deux nouveaux prélèvements extraordinaires sur les banques et les sociétés énergétiques. Le premier imposera la marge d'intérêt et les commissions prélevées par les sociétés financières à 4,8%, tandis qu'une taxe de 1,2% sera appliquée aux producteurs d'énergie sur le montant net de leur chiffre d'affaires.

Les deux mesures concernent une vingtaine d'entreprises, les plus importantes, et leur coût ne pourra pas être transféré aux clients, sous peine d'une pénalité de 150% du montant répercuté. La Commission nationale de la concurrence sera l'organisme chargé du contrôle, avec le soutien de la Banque d'Espagne, dans le cas des banques.

✓ **Notre opinion** – L'objectif du gouvernement de coalition – les groupes parlementaires du PSOE et Unidas Podemos – est de lever 7 milliards d'euros en deux ans et de financer ainsi les mesures contre l'inflation galopante qui a explosé après le conflit en Ukraine. La proposition sera discutée au Parlement la semaine prochaine.

Espagne : baisse de la TVA sur le gaz

Le gouvernement a annoncé une réduction de la TVA sur le gaz de 21% à 5% à partir d'octobre et jusqu'à la fin de l'année. La mesure pourrait être prolongée en vue de l'incertitude sur les prix des matières énergétiques et de ses effets sur l'inflation. La ministre des Finances, María Jesús Montero, a estimé le coût pour les recettes publiques à 190 millions d'euros.

Selon les estimations de l'association de consommateurs Facua, l'économie pour les consommateurs bénéficiant d'un tarif réglementé sera d'environ 4,75 euros, dans le cas d'un foyer ayant une consommation de 400 kilowattheures (kWh) par mois.

✓ **Notre opinion** – L'inflation globale s'est modérée à 10,4% en août (10,8% en juillet) selon l'indicateur flash IPC publié par l'INE. De son côté, l'inflation sous-jacente est remontée à 6,4% (6,1% en juillet). Ces données montrent que l'inflation reste à des niveaux très élevés.

Les prix de détail de l'électricité ont fortement augmenté au cours du mois d'août, en raison de la forte hausse des prix du gaz et du poids plus important des cycles combinés dans le mix énergétique. Le tarif réglementé (PVPC) – sur lequel une compensation est facturée aux cycles combinés – atteint en moyenne 388 €/MWh, soit 17,1% de plus qu'en juillet. Malgré le plafonnement du prix du gaz, le PVPC a fortement augmenté en raison de la forte augmentation des prix de référence du gaz, qui ont atteint des niveaux historiques en août (172 €/MWh pour MIBGAS, +30% par rapport à juillet), et d'une compensation plus importante pour cycles combinés (+31% de plus qu'en juillet) en raison de conditions météorologiques défavorables qui ont conduit à une production d'électricité par cycles combinés très élevée (30% de l'énergie produite en août). Dans les prochains mois, le plafonnement du prix du gaz devrait réduire les prix de l'électricité. Une moindre production par cycles combinés, qui devrait être ramenée à un tiers de celle actuelle contribuera également à affaiblir la facture énergétique. L'exécutif avait déjà réduit la TVA sur l'électricité de 10% à 5% en juin dernier, dans ce qui était la deuxième réduction de cette taxe en un an pour lutter contre la crise des prix de l'énergie.

Royaume-Uni

Royaume-Uni : un plan colossal de soutien à la demande face à la crise énergétique

La nouvelle Première ministre britannique Elizabeth Truss, tout juste élue à la tête du Parti conservateur, a annoncé ce jeudi 8 septembre un plan massif de soutien aux ménages et aux entreprises pour faire face à la crise énergétique.

La mesure phare consiste en un plafonnement des tarifs de l'énergie pour les ménages à partir d'octobre. Ils seront fixés à 2 500 livres sterling par an pour une durée de deux ans (contre 1 971 livres aujourd'hui, soit une hausse de 27%). Sans ce plafonnement, il était prévu que les tarifs augmentent de 80% en octobre à 3 549 livres et à 5 387 livres jusqu'en avril 2023. En outre, Liz Truss maintient l'aide de 400 livres pour le consommateur, annoncée par Rishi Sunak en mai dernier. La taxation « verte » de 150 livres sera en outre temporairement levée, ce qui revient à pratiquement stabiliser le coût de l'énergie pour les consommateurs aux niveaux actuels.

Pour les entreprises du secteur privé et public, un « soutien équivalent » sera mis en place mais pendant six mois seulement, après quoi le gouvernement envisage la mise en place d'aides ciblées pour les secteurs vulnérables, tels que la

restauration, dont les contours devraient être annoncés dans les trois prochains mois. Par ailleurs, un dispositif de liquidité, mis en place conjointement avec la BoE et estimé à 40 milliards de livres, permettra d'alléger les problèmes de liquidité des entreprises dans le secteur de l'énergie.

Aux plans de soutien à la demande et à la liquidité s'ajoutent des mesures visant à augmenter l'offre d'énergie dans le cadre d'une stratégie de long terme pour le pays. Ces mesures incluent non seulement la recherche de nouveaux contrats avec des fournisseurs internationaux et domestiques d'énergie, mais également une accélération de la production de pétrole et de gaz en mer du Nord, le développement des énergies renouvelables (avec l'objectif « net zero » d'ici 2050) mais également l'annonce d'une relance de l'extraction de gaz de schiste et du nucléaire (avec pour objectif qu'un quart de l'électricité provienne du nucléaire d'ici 2050). Il n'est pas prévu de rationnement de la consommation d'énergie mais le gouvernement encouragera à baisser la consommation d'énergie au moyen de campagnes publicitaires.

✓ Notre opinion – La nouvelle Première ministre britannique envisage un stimulus budgétaire colossal. Les estimations officielles de son coût ne sont pas encore connues et devraient être publiées d'ici la fin du mois, mais le coût du seul programme d'aides aux dépenses liées à l'énergie devrait dépasser 150 milliards de livres sterling (6% du PIB), ce qui est nettement supérieur aux annonces faites lors de la campagne de Liz Truss. Le plan d'aide de Liz Truss s'ajoute à celui précédemment annoncé de Rishi Sunak (37 milliards de livres). De plus, Liz Truss a promis des baisses d'impôts et de taxes lors de sa campagne pour un montant estimé à environ 30 milliards de livres (comprenant l'annulation de la hausse des contributions sociales et l'abandon du relèvement de l'impôt sur les sociétés, annoncés par Rishi Sunak pour avril 2023). Au total, le plan de soutien à l'économie pour les deux prochaines années est susceptible donc d'atteindre 220 Mds de livres (soit près de 10% du PIB).

Ce stimulus budgétaire significatif est donc de nature à impacter sensiblement les prévisions économiques, à commencer par le taux d'inflation. L'introduction d'un plafond sur les prix de l'énergie en octobre a pour conséquence une baisse mécanique des prévisions d'inflation à court terme avec un pic plus précoce et à un niveau plus bas (à 10,8% en octobre 2022 au lieu de 13,7% en janvier 2023). Cela permettra de baisser le coût du service de la dette (en forte hausse depuis fin 2021), un quart de la dette publique étant sous forme d'obligations indexées sur l'inflation. Le stimulus devrait également soutenir les recettes fiscales via une demande plus forte. En effet, une inflation moins élevée et des baisses d'impôts devraient à leur tour conduire à une moindre baisse du pouvoir d'achat des ménages cette année. Une bouffée d'air pour la consommation privée qui devrait conduire à une demande plus élevée et une croissance plus forte. Les prévisions de croissance étaient devenues très pessimistes après la révision par Ofgem de ses tarifs énergétiques le 16 août dernier avec un consensus et une Banque d'Angleterre tablant sur une récession à partir du quatrième trimestre, prévisions qui devraient être revues à la hausse suite au stimulus budgétaire. Notre scénario publié en juillet tablait quant à lui sur une croissance atone mais légèrement positive en moyenne sur les prochains trimestres.

Le plan de Liz Truss n'est en revanche pas sans risques. Le soutien à la demande implique des risques haussiers sur l'inflation sous-jacente et donc sur les prévisions d'inflation à moyen terme. Pour compenser ce stimulus et limiter ces risques, Liz Truss compte sans doute sur la BoE qui n'a pas d'autre choix que de resserrer plus agressivement sa politique monétaire à court terme. Après avoir doublé la cadence du resserrement des taux en août avec une hausse de 50 points de base du taux directeur à 1,75%, une autre hausse de 50 points de base le 15 septembre prochain (à 2,25%) est très probable. Le comité de politique monétaire devrait par ailleurs rester divisé. Catherine Mann qui a fait un discours très hawkish récemment

va sans doute voter pour une hausse de 75 points de base. Enfin, ce plan d'envergure devra être financé par une offre significative de titres souverains sur les marchés ce qui devrait provoquer des tensions supplémentaires sur les taux souverains. A la différence de la crise de 2008 et celle du COVID, la BoE ne pourra plus financer cette dette, en ayant elle-même déjà annoncé un plan de ventes de titres dans le cadre de son quantitative tightening. L'état britannique devra compter sur d'autres investisseurs (fonds de pension et investisseurs étrangers) et ce sera sans doute nettement plus coûteux..

Pays émergents

Dernières tendances dans les pays émergents

Un impact positif des prix de l'énergie sur les économies du CCG, qui engrangent des excédents budgétaires et courants historiques (35% du PIB pour le solde courant du Koweït). La croissance du PIB au 2^e trimestre de l'Arabie Saoudite est à 12,2% sur un an. Tous les profils souverains de la zone en bénéficient, y compris Oman – 1^{er} surplus budgétaire depuis 2013, dette publique en baisse. L'impact est donc rapide mais ne supprime pas les questions structurelles. **D'autres producteurs d'énergie profitent des prix élevés mais avec des contraintes.** En Azerbaïdjan, la croissance du PIB s'accélère mais l'inflation est à 13% en juillet. Au Kazakhstan, le passage des infrastructures énergétiques par la Russie menace les exportations. En Malaisie, la croissance est forte au 2^e trimestre, mais l'inflation pèse sur la consommation et le pays est exposé au ralentissement chinois. Au Mexique, les effets du pétrole sur la croissance sont limités par l'inflation, qui impose d'autres hausses de taux.

Un impact de la guerre visible partout, mais surtout en Europe de l'Est. Le retournement des anticipations y est d'autant plus fort que la zone était l'une des plus stables des émergents. Les taux d'inflation y sont plus élevés – les plus forts aussi de l'UE. La fin du resserrement monétaire y sera l'une des plus tardives. Les devises restent sous pression et la croissance ralentit, marquée par les difficultés des exportations et des ménages. En Pologne, l'indicateur PMI chute et le WIG 20 a perdu 32% sur l'année. Pologne et Turquie sont très exposées commercialement au ralentissement européen, mais la Turquie augmente ses ventes vers la Russie et profite du tourisme. Le gouvernement prolonge son soutien de l'épargne pour compenser l'inflation et la dépréciation du change, mais il continue son aventure monétaire singulière de baisses de taux en phase de forte inflation. Partout en Europe de l'Est, le climat social se dégrade et de nouvelles alliances se forment, comme en République tchèque, où extrême droite et gauche manifestent ensemble. En Pologne, le gouvernement accorde des suspensions provisoires de remboursement de crédits.

Pour les pays les plus fragiles, le fardeau de la dette Covid se matérialise : les appels au FMI se multiplient mais pas de crise systémique à ce stade, malgré l'inquiétude des marchés, traduite par une pression sur les *spreads* souverains cet été, des sorties de capitaux des émergents depuis mars, et une volatilité des devises. L'accès au marché des emprunteurs *sub-investment grade* devient donc plus difficile, ce qui accroît les risques de refinancement (Turquie toujours à surveiller malgré une légère hausse des réserves). Des pays ont besoin du FMI (Ghana, Pakistan, Tunisie), tandis que le Sri Lanka rejoint le groupe des États déjà en défaut (Argentine, Équateur, Liban, Zambie, Belarus, Ukraine, Russie). En Égypte, le FMI veut plus de réformes fiscales et de souplesse pour une devise encore surévaluée. Mais l'Égypte bénéficie de l'aide du CCG.

Presque partout, l'inflation, le resserrement américain, la force du dollar et le risque de dérapage des anticipations ou des devises imposent de nouvelles hausses de taux qui pèsent sur la croissance et le climat politique. En Amérique latine, où les resserrements monétaires ont parfois été précoces et violents, l'inflation n'a pas atteint son pic, sauf au Brésil. La croissance correcte du 2^e trimestre et l'excédent commercial y soutiennent la devise, mais les élections du 2 octobre créent de la volatilité. Dans la zone, la croissance s'étage d'encore très soutenue (Colombie) à plus robuste qu'anticipé (Brésil) et toujours décente (Mexique, Chili, Pérou). En Afrique du Sud également, la situation politique est chahutée. Inflation, pénuries d'électricité, de gaz et d'eau se cumulent au chômage (34%) pour casser la reprise et provoquer des manifestations.

La Chine à contre-courant et l'Inde qui s'accroche : l'impact du zéro Covid est net sur les ventes au détail en Chine et dans les chiffres de l'inflation, très en-dessous de la moyenne de la zone. La PBoC a procédé à plusieurs baisses de taux, une stratégie à rebours du reste du monde, mais les marges de manœuvre monétaires deviennent très réduites. **En Inde**, l'inflation est plutôt contenue, et la Banque centrale garde le cap. La hausse du prix des matières premières pèse sur les comptes extérieurs et la roupie, mais la croissance profite d'un appareil productif dynamique, d'une demande domestique robuste et d'anticipations des investisseurs, qui, se méfiant de la Chine, cherchent d'autres pays d'accueil.

Asie

Chine : printemps chaud, été brûlant, rentrée explosive

Après un printemps marqué par le confinement de Shanghai, la Chine espérait peut-être que l'été marquerait un temps de répit. Il n'en a rien été.

Comme dans le reste du monde, les difficultés sont d'abord venues du côté de l'environnement, et des effets du changement climatique. Sécheresse et canicules le long du fleuve Yangtsé (le « fleuve bleu » qui traverse le pays d'ouest en est), ayant provoqué des feux massifs mais inondations meurtrières dans le Qinghai (nord-ouest), et maintenant séisme dans le Sichuan (est), dont la capitale Chengdu (21 millions d'habitants) subit actuellement un confinement drastique. Les menaces sur les cultures sont réelles, alors que la période des récoltes de riz approche et que les confinements ont pu conduire à des tensions sur les chaînes d'approvisionnement.

Car l'été n'a pas signé en Chine la fin de la stratégie du zéro Covid, bien au contraire. À l'approche du 20^e Congrès du Parti communiste chinois, qui doit se tenir à partir du 16 octobre et conduire à l'élection de Xi Jinping pour un troisième mandat à la tête du pays et du Parti, la tendance est plutôt à la vigilance constante et renforcée. Au-delà de Chengdu, ce sont 65 millions de Chinois qui subissent des mesures de confinement strictes à l'heure actuelle, un chiffre qui pourrait augmenter à mesure que la date du Congrès se rapproche, surtout si de nouveaux cas devaient être détectés autour de Pékin.

Zéro inflexion sur le zéro Covid

« Quand cela s'arrêtera-t-il ? » se demande-t-on vu d'Occident ? Apparemment, ni les 0,4% de croissance du deuxième trimestre – la deuxième performance la plus faible après celle du T1 2020, en pleine première vague de Covid – ni les projections d'une croissance sous les 3,5% en 2022 (contre 5,5% pour la cible annuelle) ne sont de nature à remettre en question cette stratégie sanitaire, qui pourrait se poursuivre murmure-t-on à Pékin au moins jusqu'aux Lianghui (sessions parlementaires plénières) de mars, à l'issue desquelles tous les mouvements relatifs au nouveau mandat de Xi auront été entérinés.

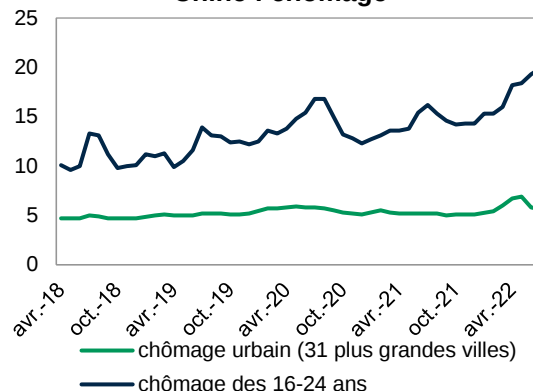
Certes, le système de santé chinois serait sans doute incapable de faire face à un afflux incontrôlé de malades, mais les cicatrices infligées sur l'économie se multiplient et s'approfondissent un peu plus chaque trimestre. Surtout, elles révèlent les distorsions d'un modèle de plus en plus déséquilibré.

Les trois cicatrices de l'économie

Il y a d'abord **le chômage des jeunes**, 19,9% en juillet, une bombe à retardement pour le régime dont le contrat social repose sur la promesse d'une

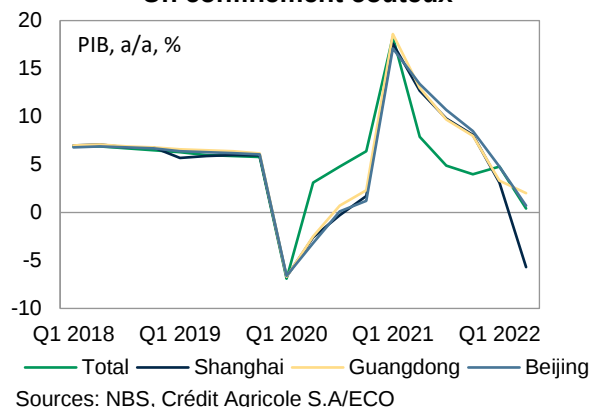
amélioration des conditions de vie à chaque génération d'enfants (uniques).

Chine : chômage



Deuxième cicatrice bien visible : la déformation de la croissance, sur le plan régional et de ses contributions. Alors que les trajectoires de croissance régionales épousaient celle du pays, le Covid a introduit de fortes disparités. Les villes, notamment celles ayant subi les épisodes de confinement ou les restrictions sanitaires les plus dures (Pékin, Shenzhen et surtout Shanghai) ont ainsi décroché plus fortement que le reste du pays.

Un confinement coûteux



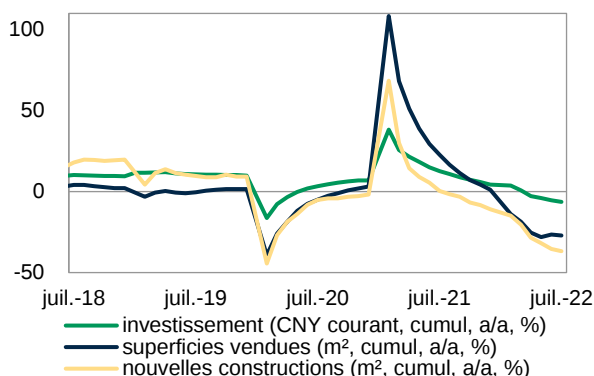
Sources: NBS, Crédit Agricole S.A/ECO

Fortement pénalisées par les contraintes sur les services et les déplacements, elles ont connu une année 2020 plus difficile que la moyenne nationale. En phase de reprise en revanche (2021), et au-delà d'un simple effet de base, la croissance a pu être soutenue par des consommateurs disposant d'un pouvoir d'achat et d'un réservoir d'épargne plus importants. Mais les confinements répétés, et la dégradation du marché du travail des jeunes pèsent de plus en plus.

Du côté des provinces plus rurales ou des villes secondaires, l'impact sanitaire direct est moindre, mais les problèmes pas absents pour autant. Le principal vient bien sûr de la crise du secteur immobilier, qui touche particulièrement ces zones. Les superficies vendues (-27% sur douze mois) tout

comme les mises en chantier (-36%) ont continué leur chute vertigineuse durant l'été, privant ainsi les municipalités d'une source de recettes conséquente (jusqu'à 50% des recettes totales).

Chine : immobilier résidentiel



La crise s'est accentuée avec l'apparition de mouvements de citoyens refusant de payer leurs mensualités. Alors que seuls 60% des logements pré-vendus entre 2013 et 2020 ont été livrés, les chantiers à l'arrêt sont de plus en plus nombreux en raison de la faillite de dizaines de promoteurs.

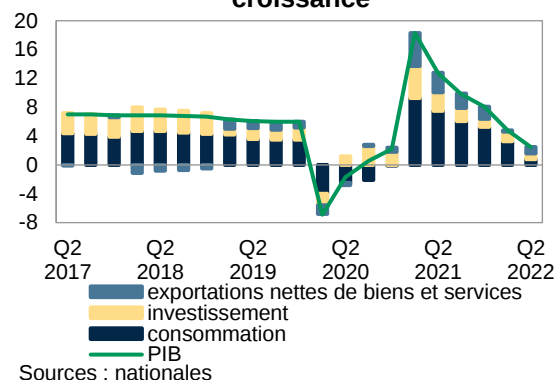
Au-delà des risques pesant sur le système bancaire si ce mouvement venait à se généraliser, c'est tout un mode de développement qu'il faut revoir : pas sûr qu'après une telle crise de confiance les ménages accepteront encore de pré-payer leur logement sans garantie sur leur date de livraison. Un schéma pourtant au cœur du secteur immobilier chinois, qui s'était transformé en une pyramide de Ponzi dans laquelle les promoteurs utilisaient l'argent reçu en prépaiement non pour construire les logements concernés mais pour rembourser leurs dettes ou acheter de nouveaux terrains. L'État a sa part de responsabilités en ne garantissant pas un cadre légal protecteur pour les consommateurs. Savoir s'il se positionnera comme prêteur en dernier ressort est une autre histoire, tant les montants invoqués sont vertigineux.

La troisième cicatrice se lit dans les contributions à la croissance. Le déséquilibre du modèle, pointé du doigt dès la fin de la première vague de Covid en avril 2020, se poursuit. Au deuxième trimestre, fait rare, les contributions des exportations nettes, de l'investissement et de la consommation à la croissance annualisée ont été presque identiques : 0,9pp, 0,8pp et 0,8pp respectivement. Alors que l'excédent commercial bat chaque mois de nouveaux records – il a presque doublé depuis 2020 et dépasse les 850 Mds de dollars sur douze mois –, la consommation ne reprend toujours pas. Les ventes au détail étaient toujours en repli de 4,6% sur le dernier trimestre, tandis que le secteur des services progressait péniblement d'1,8%.

La réponse des autorités ? Un nouvel assouplissement monétaire, qui n'aura sûrement aucun impact sur les comportements de consommation des ménages.

Le consensus s'est fait surprendre par des données d'exportations inférieures aux attentes en août : 7,1% en g.a., après 18% en juillet, quand elles étaient attendues autour de 13%. Rien de surprenant cependant au regard des chiffres de la production industrielle, en nette décélération (+0,6% sur le dernier trimestre) et des PMI, rentrés en zone de contraction. Une trajectoire à surveiller, car un retournement de la demande extérieure priverait la Chine d'un deuxième moteur de croissance.

Chine : contributions à la croissance



Notre opinion – Pour la deuxième fois en trois ans, la Chine a abandonné sa cible de croissance annuelle. Le symbole est lourd de sens, d'autant plus qu'il intervient en cette période cruciale précédant le Congrès. Mais au-delà du symbole, c'est la capacité de la Chine à rester une économie administrée, à maîtriser le cap de sa politique économique et contrôler sa trajectoire de croissance qui interroge. C'est portant cette puissance planificatrice qui est au fondement du développement et du modèle chinois. Dans ce contexte, il n'est pas non plus étonnant de voir l'emprise de l'État se resserrer sur le secteur privé : le contrôle s'exerce là où il peut encore se faire (au sein des entreprises via une présence accrue du Parti, par pressions et amendes sur le secteur de la tech...). Une question en suspens cependant : quelle sera la stratégie post-Congrès ? Reviendra-t-on à un contrôle plus souple, sur le plan économique comme sanitaire ou devra-t-on composer avec une Chine plus fermée, plus étatique, mais économiquement plus faible, dont la tentation sera d'aller chercher de nouveaux attributs de puissance à l'extérieur, à commencer par la mer de Chine.

Amérique latine

Chili : rejet du projet de nouvelle Constitution (et autres menus soucis)

Lors du référendum du 4 septembre, les Chiliens ont largement (à hauteur de 62% des suffrages) rejeté le projet de nouvelle Constitution. Les électeurs étaient invités à se prononcer non sur un « toilettage » de la Constitution de 1980 mais sur un texte refondateur de près de 390 articles couvrant un champ très vaste (de la définition même de l'État – social, démocratique, laïc, plurinational, interculturel, régional et écologique – au droit d'accès à l'eau) et introduisant des ruptures essentielles (comme la constitutionnalisation du droit à l'avortement). Étaient ainsi notamment couverts : pouvoir législatif (parlement bicaméral dit « asymétrique » avec une chambre des députés concentrant l'essentiel des pouvoirs et une chambre haute, remplaçant le Sénat, aux pouvoirs réduits), meilleure représentation des indigènes (sièges réservés selon le poids dans la population), décentralisation, démocratie participative (référendum d'initiative populaire), renforcement du rôle économique de l'État (droit à la santé, à l'éducation, au logement, à l'eau, etc.), protection de la nature (un bien commun), parité homme-femme dans les instances publiques, etc.

Le rejet semble tenir à l'approche souvent qualifiée de « maximaliste » ou, plus simplement, d'exagérément ambitieuse : le projet était voué à trouver d'autant plus de détracteurs qu'il couvrirait beaucoup (trop ?) de sujets. Ce qui semble cependant avoir tout particulièrement été source (au mieux) de défiance tient à la « pluri-nationalité » de l'État (droits collectifs des indigènes) et à la baisse des pouvoirs du Sénat. Cette désapprobation ne remet cependant aucunement en cause la révision constitutionnelle : elle reste le véhicule institutionnel permettant de répondre aux revendications sociales mais aussi politiques exprimées lors des manifestations de fin 2019. Lors du référendum d'octobre 2020, les électeurs s'étaient ainsi très largement prononcés (78%) en faveur d'une réforme constitutionnelle en 2020. Sous l'impulsion du président Boric, le processus va donc reprendre selon des modalités à préciser. Un nouveau

référendum pourrait être envisagé dans six mois (au mieux).

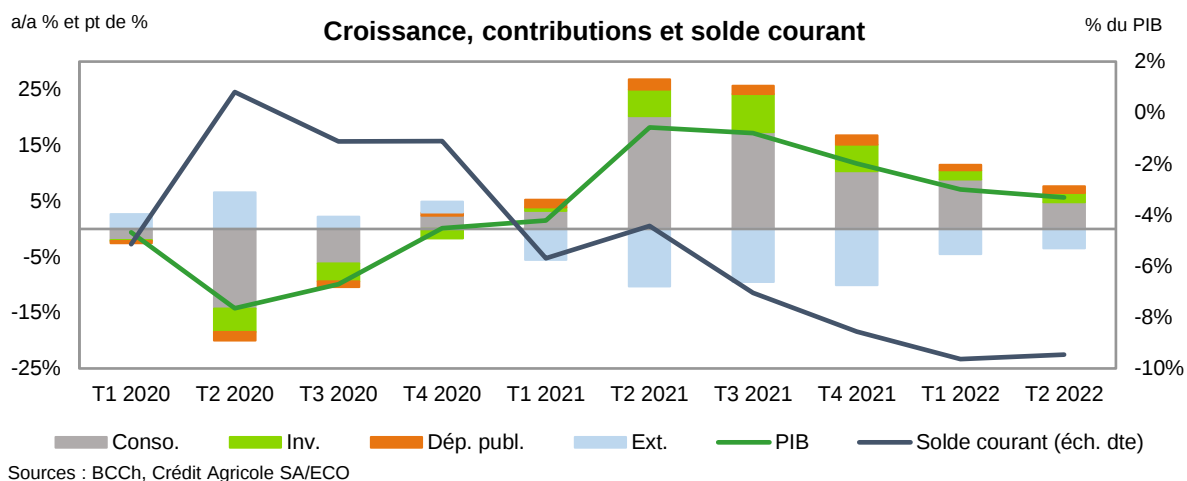
Le peso chilien s'est redressé contre dollar dès l'annonce de l'échec du référendum (le marché apprécie toujours le rejet de textes envisageant de confier un rôle plus important à l'État) puis a rapidement baissé pour environ retrouver son niveau pré-vote : après s'être déprécié de 20% au cours du premier semestre, le change s'est repris grâce aux interventions mises en place par la banque centrale et la dépréciation depuis le début de l'été se limite à 5%. La situation conjoncturelle se dégrade et les marges de manœuvre sont étroites voire, à très court terme, épuisées. L'inflation continue d'accélérer (inflation totale et sous-jacente à, respectivement en août, 14,1% et 10,8%) et la banque centrale vient juste de décider de relever de 100 points de base son taux directeur (à 10,75%). La croissance ralentit sous l'influence de l'assagissement de la consommation jusqu'alors stimulée par la désépargne et les transferts publics ; l'investissement fléchit dans un contexte de resserrement monétaire et d'incertitudes fortes ; le déficit courant se creuse (évolution défavorable des volumes et des termes de l'échange, baisse du tourisme, rapatriement de dividendes de la part des compagnies minières).

Enfin, si les ambitions économiques et sociales sont inscrites dans le projet de Constitution, leurs traductions concrètes sous la forme notamment d'une réforme fiscale¹ et d'une réforme du régime de retraite sont en cours ; le projet de budget sera en outre présenté à la fin du mois de septembre. À titre de « repère », dans le cadrage envoyé au FMI (cf. ci-après), le déficit budgétaire structurel devrait passer de 11,2% du PIB en 2021 à 2% du PIB en 2022, puis à moins de 0,5% du PIB à moyen terme.

Les motifs d'inquiétudes et de volatilité pour les marchés ne manqueront donc pas. Mais, si la situation est complexe, elle est loin d'être périlleuse. Et ce d'autant plus que le Chili a signé fin août un accord avec le FMI (*Flexible Credit Line*, 2 ans, 18,5 Mds USD).

¹ Présenté partiellement en juillet au parlement, le projet de réforme fiscale vise à augmenter les recettes publiques de 4,1 points de pourcentage (p.p.) de PIB d'ici à 2026. Il se compose essentiellement : d'une hausse de l'impôt sur le revenu des personnes physiques (1,4 p.p.), notamment les particuliers à

revenu élevé, d'une hausse de l'IS (1 p.p.), d'un nouvel impôt sur la fortune (0,5 p.p.), de royalties sur le secteur minier (0,5 p.p.) et d'autres mesures (taxe carbone, lutte contre l'évasion fiscale, révision des règles d'exemption pour 0,7 p.p.).



Moyen-Orient et Afrique du Nord

Oman : l'économie s'améliore, les ratings des agences aussi

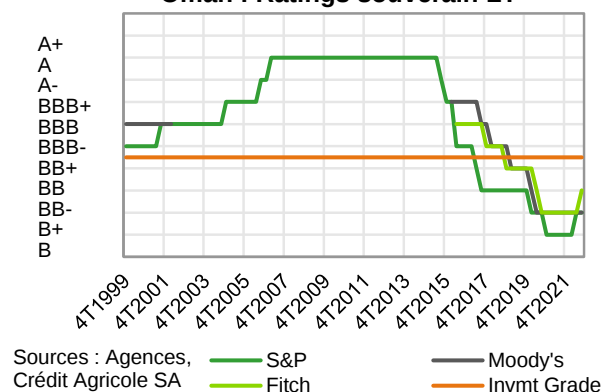
La macroéconomie s'améliore significativement à Oman grâce à l'apaisement des conséquences de la pandémie et à la très forte hausse des prix du pétrole, à 105 USD le baril en moyenne depuis le début de l'année 2022. Outre l'effet prix, la hausse des volumes de production de 10% autorisée par l'OPEP depuis janvier dernier permet au pays de dépasser le million de barils produits, une performance atteinte seulement en 2016. Oman consomme environ 20% de sa propre production pour les besoins de sa population et de ses industries et exporte donc les 80% restant issus de son exploitation pétrolière. L'activité « hydrocarbures » est néanmoins marginale dans le PIB puisqu'elle ne représente que 20% du PIB total, mais elle est toujours la ressource essentielle de la balance commerciale et des recettes de l'État.

Constatant le prix élevé du pétrole et la disparition en 2022 des déficits budgétaires et courants (les déficits jumeaux selon la terminologie économique), les agences de rating Standard & Poors et Fitch ont amélioré d'un cran le rating d'Oman de B+ à BB- en avril dernier pour S&P, et de BB- à BB en août pour Fitch.

Les excédents budgétaire et courant importants (une situation inédite depuis 2013 et 2014) devraient s'élever à respectivement 5% et 7,5% du PIB cette année 2022. Ces surplus considérables vont faire diminuer les ratios de dette publique sur PIB et de dette externe sur exportations à des niveaux plus acceptables pour un pays producteur et le sortir progressivement de sa zone de surendettement. Si l'on ignore encore le nouveau prix du pétrole qui

assure les seuils d'équilibre des soldes courant et budgétaire, l'amélioration de la politique fiscale avec l'introduction de la très attendue TVA devrait pérenniser le redressement des finances publiques sur le long terme. La dette publique devrait diminuer à moins de 60% du PIB cette année, et le niveau de dette externe se rapprocher du seuil d'alerte de surendettement à 150% des recettes d'exportations de biens et services.

Oman : Ratings souverain LT



La capacité du pays à assurer le service de son énorme dette externe s'améliore aussi peu à peu, grâce à un accès désormais facilité aux financements des marchés internationaux. Signe de cette amélioration, la prime de risque sur les titres souverains omanais (CDS 5 ans) est de 2,9%, une forte chute par rapport au niveau de 5% du début de l'année 2020.

Notre opinion – En termes de niveau intrinsèque, un rating de BB- ou BB reste très faible pour un pays producteur de pétrole. Le mieux-être économique conjoncturel pourrait provoquer un risque d'affaiblissement de la volonté de réformes fiscales car l'économie reste encore très liée à la rente pétrolière malgré les diversifications qui existent mais sont encore modestes. Une nouvelle chute des prix du pétrole à moyen terme pourrait faire replonger le pays dans les difficultés financières qu'il a connues de 2015 à 2020. Mais cette probabilité semble toutefois moins forte que dans le passé compte tenu de la volonté plus réformatrice du nouveau Sultan Haïman. Le chemin semble toutefois encore long pour que le pays retrouve son rating « investment grade » qu'il a perdu lors de l'effondrement de sa rente en 2014.

Europe centrale et orientale, Asie centrale

Pologne : l'inflation met à mal la résilience économique

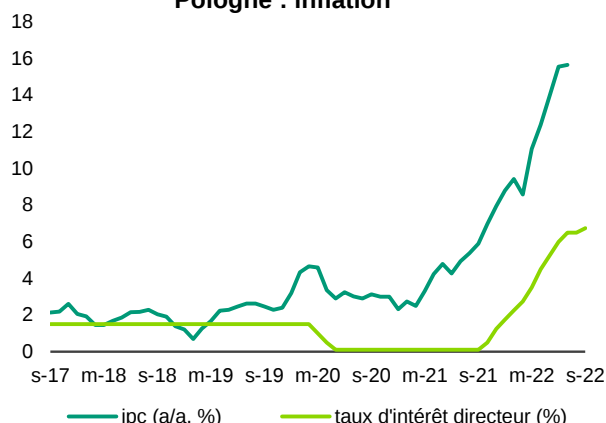
Avec la crise sanitaire, l'économie polonaise s'est montrée capable d'une bonne résilience. D'une part grâce à sa taille non négligeable, mais la diversification des activités et des secteurs lui a également permis de rebondir très rapidement.

Seulement, avec le début de la guerre en Ukraine et les problématiques économiques qu'elle a engendrées, une nouvelle épreuve se dessine pour l'économie et cette fois-ci le cocktail inflation et difficultés d'approvisionnement risque de peser assez lourdement sur la croissance du PIB, et sur la consommation des ménages. Néanmoins, la Pologne garde encore des avantages pour limiter l'ampleur de la crise et le gouvernement propose une série de mesures pour protéger les consommateurs et certains secteurs productifs.

Après la reprise vigoureuse de 2021 (5,9%) et du premier trimestre 2022, la fin de l'année ainsi que 2023 s'annoncent plus compliquées avec une crainte de récession pour un ou deux trimestres et des perspectives de hausse du PIB annuel d'environ 3,4% en 2022 et 1,9% en 2023 avec un risque de révision à la baisse non négligeable. Par ailleurs, l'indice PMI a atteint un point bas (40,9) comparable à celui de la première vague de Covid en mai 2020.

La principale difficulté cette année demeure la forte montée des prix, notamment ceux des énergies qui pèsent particulièrement lourd dans la facture des importations polonaises. Rappelons que le pays est fortement dépendant des importations de pétrole et de gaz. Par ailleurs, la Pologne importe 55% de ses hydrocarbures de la Russie dont 66% de gaz naturel. Le gouvernement prépare activement la diversification des sources d'approvisionnement avec notamment une tournée dans les pays africains du président polonais, qui a lieu en ce moment.

Pologne : inflation



Sources : Nationales, CA SA / ECO

Le taux d'inflation a dépassé les 16% durant l'été avec une importante hausse des prix alimentaires. Ceci pèsera davantage sur un des principaux moteurs de croissance, la consommation. Cette situation risque de durablement affecter la confiance des consommateurs.

Les prix à la production augmentent encore plus rapidement ce qui se traduira par une hausse des prix à la consommation. On estime avoir atteint un point haut de l'inflation pendant l'été, et nous nous attendons à un ralentissement dans les mois à venir tout en restant à une fourchette assez haute.

Face à cette situation, qui par ailleurs touche également les pays développés de l'Europe – bien que dans une moindre mesure –, la Banque centrale a entamé un cycle de hausse des taux directeurs qui devrait encore se poursuivre. Ce dernier est passé de 0,1% à 6,75% en l'espace de quelques mois et pourrait atteindre les 7% à 7,5% d'ici la fin de l'année. Les crédits immobiliers des ménages, majoritairement à taux variables, voient leurs coûts augmenter sensiblement tout en abaissant le potentiel de consommation. Le gouvernement a déjà mis en place certaines mesures de décalage des paiements des mensualités pour les particuliers, en exposant dans une certaine mesure le système bancaire mais également en limitant en quelque sorte l'étendue des effets de la politique monétaire de la Banque centrale qui vise la baisse de l'inflation par la hausse des taux. Les équilibres externes deviennent également un point de fragilité à la fois pour le solde courant mais aussi pour les perspectives de croissance du PIB. Les exportations polonaises sont essentiellement tournées vers l'UE, et plus particulièrement vers l'Allemagne. Un fort ralentissement de la croissance du PIB dans l'UE, voire une entrée en récession de l'Allemagne vont se répercuter par une baisse de la demande malgré les avantages compétitifs de l'industrie polonaise. Le solde courant devrait rester déficitaire autour de 3,6% en 2022 et 4,3% en 2023.

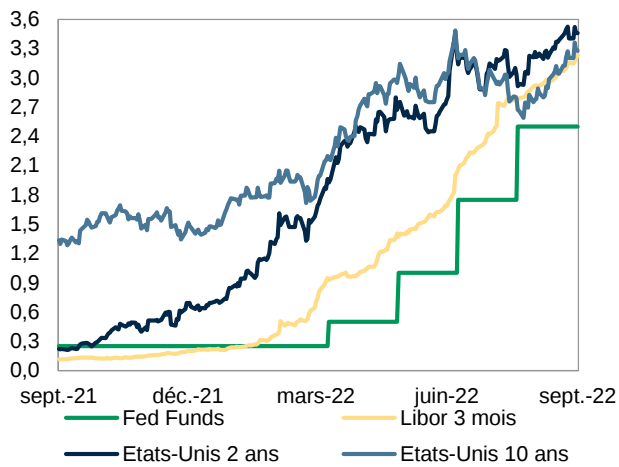
Le déficit budgétaire également devrait croître au-delà des 3% du PIB après les efforts de maîtrise (1,9% du PIB) en 2021. Plusieurs éléments contribuent à cela comme les mesures du bouclier anti-inflation, les aides mises en place pour les réfugiés ukrainiens ou encore le renchérissement du coût de l'endettement. Toutefois, rappelons que le niveau d'endettement public reste assez raisonnable à 54% du PIB laissant une certaine marge de manœuvre à la politique budgétaire.

Le volet des investissements, notamment des IDE, devrait être prometteur grâce aux déboursements des fonds européens de relance dédiés essentiellement à la transition énergétique et la digitalisation. Mais sur ce point aussi, une réelle forte incertitude pèse sur la capacité du gouvernement à respecter les exigences de l'État de droit imposées par les institutions européennes pour bénéficier de cette enveloppe qui représente 36 Mds d'euros. Quelques accords entre Varsovie et Bruxelles ont été trouvés, qui restent à confirmer et on devrait voir arriver les premiers déboursements vers la fin de l'année. Néanmoins, les relations entre Varsovie et Bruxelles resteront très tendues avec des fortes divergences politiques dans un cadre exacerbé par la crise énergétique et géopolitique.

Tendances à suivre

Taux d'intérêt en dollar américain

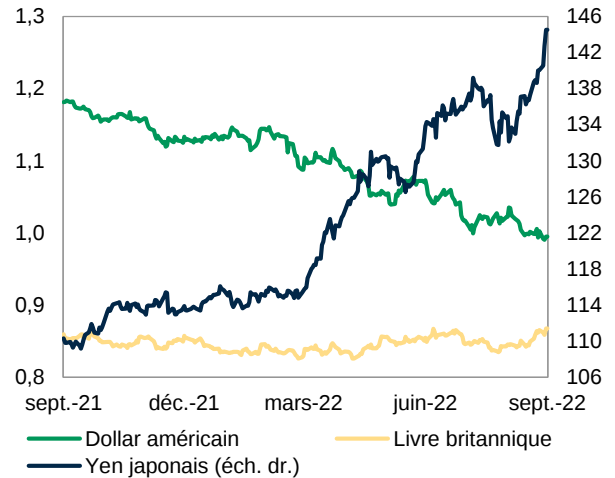
%, interbancaire (Londres) et souverains (Etats-Unis)



Source : Thomson Reuters

Taux de change des principales devises

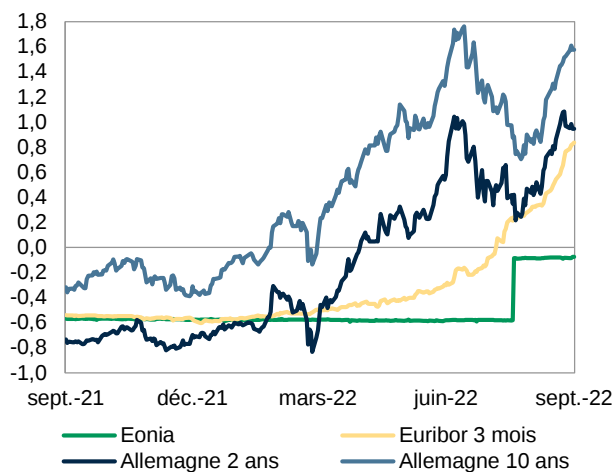
EUR/USD, EUR/GBP et USD/JPY



Source : Thomson Reuters

Taux d'intérêt en euro

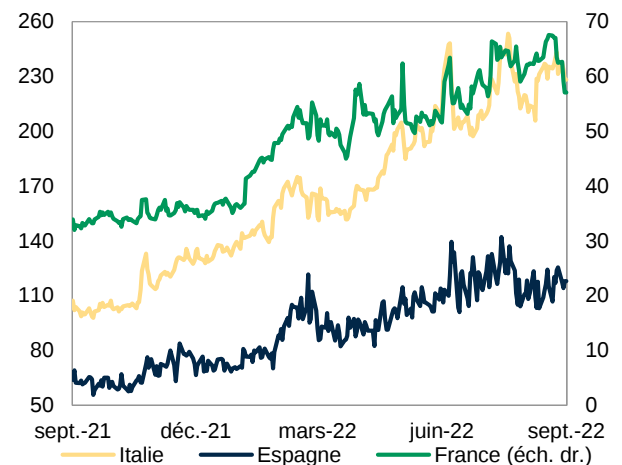
%, interbancaires (Londres) et souverains (Allemagne)



Source : Thomson Reuters

Spreads souverains européens avec le Bund

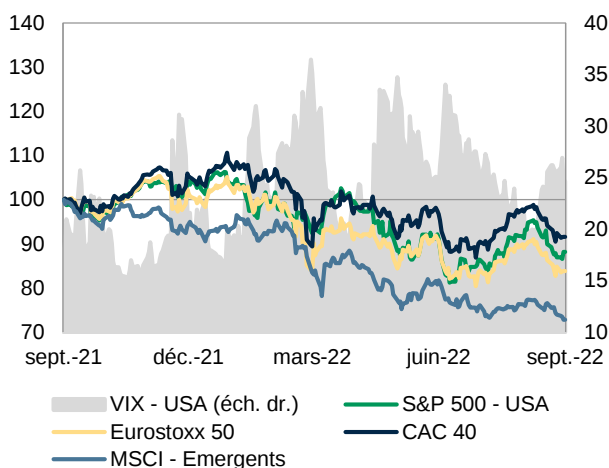
Pdb, dette en EUR à dix ans



Source : Thomson Reuters

Marché actions

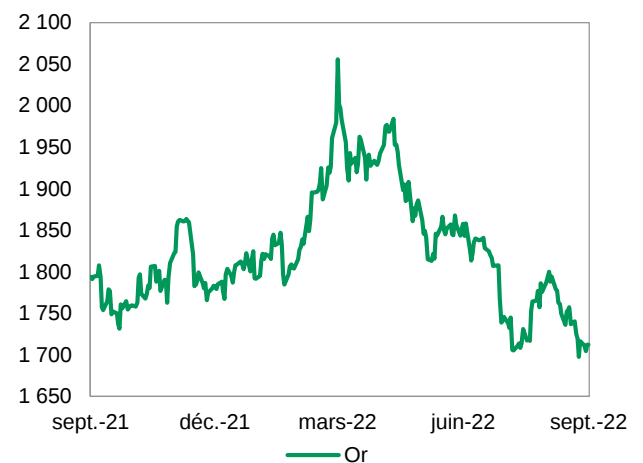
Indice boursiers (100 = début de période) et volatilité VIX



Source : Thomson Reuters

Cours de l'once d'or

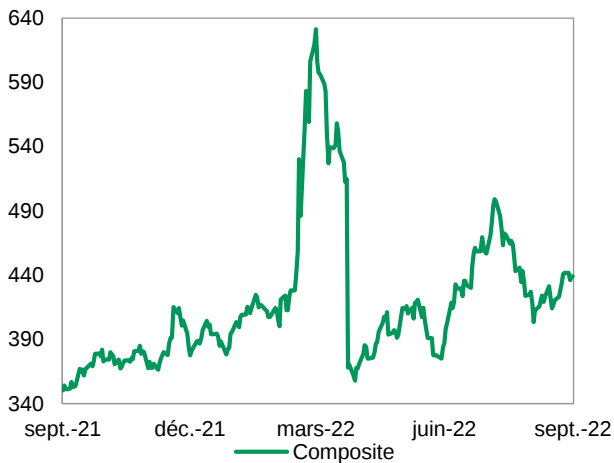
USD/Once troy (Londres)



Source : Thomson Reuters

Spreads souverains émergents avec le T-Bond

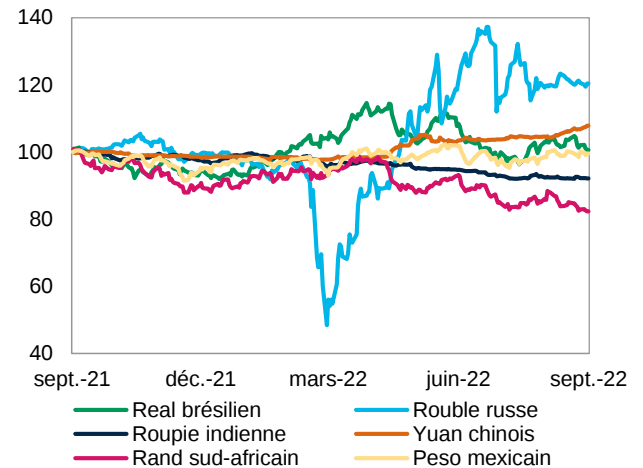
Indices EMBI+ (pdb, dette en USD de plus d'un an)



Source : JP Morgan

Devises émergentes

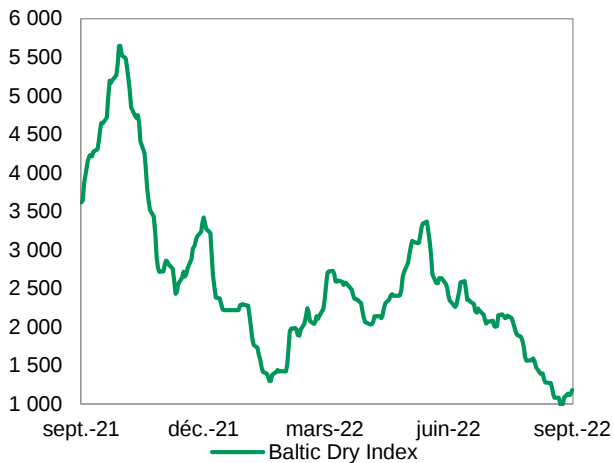
/USD (indice 100 = début de période)



Source : Thomson Reuters

Coût du transport maritime de vrac sec

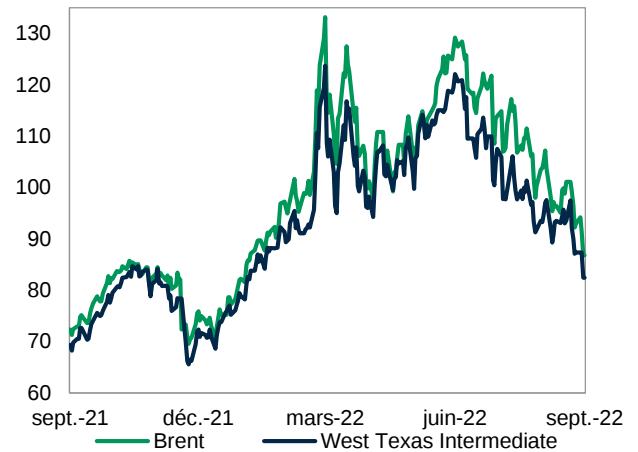
Baltic Dry Index (USD/point)



Source : Baltic Exchange

Cours du baril de pétrole brut en USD

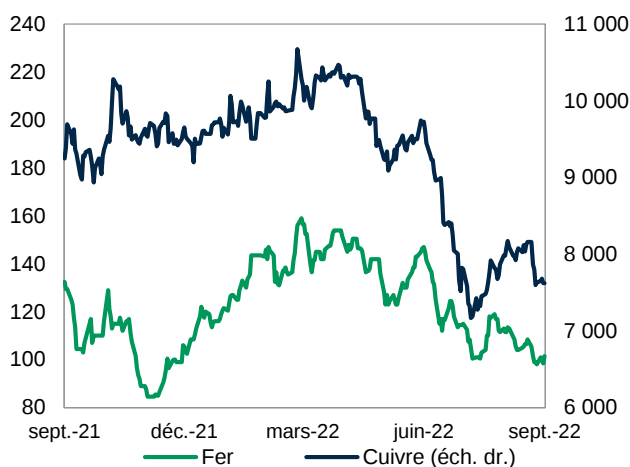
Brent (mer du Nord) et WTI (golfe du Mexique)



Source : Thomson Reuters

Cours des métaux

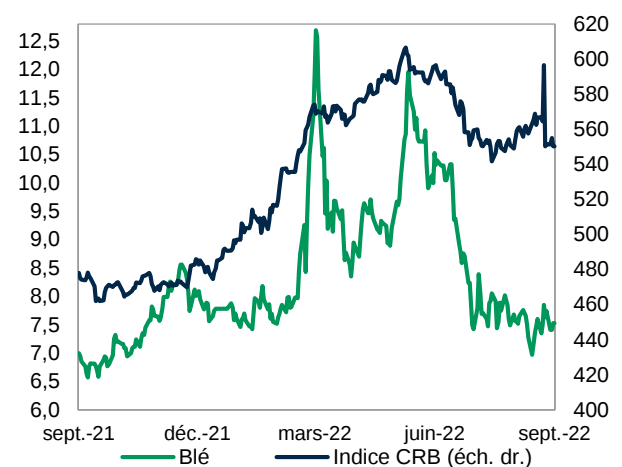
USD/tonne métrique



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 – Juillet 2022

[Entre le marteau et l'enclume](#)

Date	Titre	Thème
29/07/2022	France – Conjoncture – Flash PIB : rebond du PIB, la France évite la récession au T2	France
28/07/2022	Le nouveau visage de la mondialisation	Monde
28/07/2022	Royaume-Uni – Scénario 2022-2023 : choc sur les revenus réels, ralentissement de la croissance	Royaume-Uni
27/07/2022	Italie – Scénario 2022-2023 : la crise énergétique chapitre 2	Italie
26/07/2022	Italie – Politique : la fin d'un miracle ou comment la politique a eu raison de Mario Draghi	Italie
22/07/2022	La décarbonation du ciment : l'indispensable début d'une grande aventure	Sectoriel
21/07/2022	La deeptech à la rencontre de son destin	Sectoriel
19/07/2022	Zone euro – Scénario 2022-2023 : La bataille entre résilience et adversité pointe vers une victoire de la dernière	Zone euro
18/07/2022	Espagne – Scénario 2022-2023 : les ménages cèdent face à l'inflation	Espagne
18/07/2022	Allemagne – Se préparer à un arrêt des flux gaziers russes ?	Allemagne
18/07/2022	Avenir de l'Europe – L'autonomie stratégique ouverte - Webconférence	Europe

Études Économiques Groupe – Crédit Agricole S.A.

12, place des États-Unis – 92127 Montrouge Cedex

Directeur de la publication : Isabelle JOB-BAZILLE

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

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

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

Europe centrale et orientale, Asie centrale : 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 : Ayathassen BENSALD

Documentation : Dominique PETIT, Elisabeth SERREAU

Statistiques : Alexis MAYER

Réalisation et Secrétariat de rédaction : Véronique CHAMPION

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

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

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

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

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