

Perspectives

Hebdomadaire – N°22/095 – 18 mars 2022

MONDE – L'actualité de la semaine

☞ Juguler habilement l'inflation sans briser la croissance !.....	2
☞ Le scénario de stagflation n'est pas inéluctable	3
☞ Allemagne : un budget soumis à un risque haussier difficilement quantifiable !.....	5
☞ La Fed entame son resserrement monétaire.....	6
☞ Troisième hausse de taux par la BoE et une inflation vers 8% en avril !.....	8
☞ Corée du Sud : la victoire de Yoon Seok-youl plonge la Corée dans une cohabitation inédite	10
☞ Égypte : la fragilité intrinsèque du pays se manifeste à nouveau sur les marchés financiers	11
☞ Pologne : bouclier anti-inflation	13
☞ Nigéria : l'inflation progresse à nouveau en février.....	14

 Juguler habilement l'inflation sans briser la croissance !

Les marchés financiers mondiaux sont évidemment restés concentrés sur l'évolution de la guerre en Ukraine, les questions d'approvisionnement énergétique (mais pas seulement) qui menacent d'alimenter davantage une inflation déjà élevée et les réponses monétaires et budgétaires mises en avant pour y faire face. Les conséquences économiques de cette guerre sont protéiformes et s'installeront dans la durée, obligeant les banques centrales et les gouvernements à naviguer toujours plus prudemment pour en amortir les chocs.

Aux États-Unis, la Réserve fédérale a relevé son taux directeur de 25 points de base et annoncé qu'elle commencerait à réduire son portefeuille de titres lors d'une « prochaine réunion ».

Les nouvelles projections fournies ont révélé que le comité de politique monétaire s'attendait à une croissance plus faible que prévu pour cette année (à 2,8%, contre 4% auparavant), et à une inflation nettement plus élevée (4,3%, contre 2,6%). Les membres de la Fed prévoient, de surcroît, six autres hausses de taux cette année pour freiner l'inflation. Toute la difficulté consistera à relever les taux sans craindre un renchérissement du coût des prêts qui pourrait venir endommager la demande.

Lors de sa conférence de presse, le président de la Fed, J. Powell a insisté sur la robustesse de l'économie américaine et sur les tensions prévalant sur le marché du travail et sur les prix pour justifier ce resserrement de politique monétaire. La publication des demandes hebdomadaires d'allocation chômage, en recul, ont confirmé la vigueur de la demande en main d'œuvre. Par ailleurs, les chiffres de la production manufacturière de février (+1,2% sur le mois) ont également plaidé pour une bonne tenue de la croissance américaine.

Outre-Manche, la *Bank of England* a relevé modestement son taux directeur de 0,5% à 0,75% pour le porter à son niveau pré-pandémie afin, elle aussi, de lutter contre une inflation qui pourrait franchir les 8% le mois prochain. Elle s'est néanmoins montrée très prudente sur les nouvelles hausses de taux à venir.

Des craintes sur une dégradation de la croissance en cas de hausse trop poussée des taux sont déjà émises.

En Europe, en raison de la forte dépendance au pétrole mais surtout au gaz russe, la hausse des prix de l'énergie continue d'alimenter le risque de dérapage de l'inflation. Rien ne signale actuellement un rattrapage des salaires propre à

préserver le pouvoir d'achat. Ce sont les politiques budgétaires nationales qui prennent le relais pour limiter la baisse de pouvoir d'achat induite par ce renchérissement des prix.

Après avoir, en raison de la résurgence du taux de contamination, opté pour le confinement de la ville de Shenzhen la semaine passée, les autorités chinoises ont finalement ordonné la levée partielle des mesures sanitaires. Toutefois, cet épisode démontre que tout n'est pas encore complètement réglé sur le front épidémique : les problèmes d'approvisionnement au départ de l'Asie risquent de durer vraisemblablement plus longtemps que prévu, alimentant ainsi les tensions inflationnistes déjà existantes.

Sur fond d'espoir d'une avancée, même mineure, dans les négociations du conflit entre la Russie et l'Ukraine, les marchés ont retrouvé un peu de leur appétit pour le risque.

Les marchés actions se sont redressés. L'indice Eurostoxx 50 a ainsi gagné 4,8% sur la semaine et le S&P 500 a obtenu une performance globalement similaire.

Sur les marchés obligataires, le resserrement des politiques monétaires des diverses banques centrales a conduit à des hausses sensibles des taux longs, incorporant certainement à la fois des pressions inflationnistes élevées mais une normalisation monétaire peu susceptible de heurter l'économie. Le rendement d'État allemand à dix ans a augmenté de 12 points de base, tandis que celui des bons du Trésor américain de même échéance a gagné 16 points, atteignant ainsi son plus haut niveau depuis mai 2019. En parallèle, les primes de risques française, espagnole et italienne et se sont réduites face au Bund allemand de respectivement -3, -5 et -8 points.

Sur le marché des changes la devise européenne s'est apprécié de 1,3% face au dollar sur la semaine, en raison des annonces de remontées des taux américains et des perspectives plus modestes de croissance.

Enfin, le prix du baril de pétrole en mer du Nord a reculé de 4,3% avec l'espoir de progrès, même très minces, dans les pourparlers de paix entre la Russie et l'Ukraine. L'annonce d'une augmentation importante des stocks de pétrole brut américain a également contribué à détendre les pressions exercées sur les prix.

Éditorial

Le scénario de stagflation n'est pas inéluctable

Comparaison n'est pas raison, mais la remontée récente des prix de l'énergie et de l'inflation nous oblige à pousser la comparaison avec les chocs pétroliers des années 70 et à la période de stagflation qui y est associée. Au-delà d'un choc de matières premières qui peut paraître similaire, des différences existent résultant des transformations des régimes monétaires, dans la formation des politiques économiques et dans le rapport salarial. L'analyse de ces transformations peut nous sortir de la fatalité d'un scénario comparable à celui d'il y a cinquante ans.

La contextualisation du choc pétrolier et des hausses plus récentes est nécessaire.

L'expansion monétaire américaine de la fin des années 60, accompagnée d'une orientation budgétaire aussi expansionniste, avait créé un excès de demande et initié un cycle de remontée des prix en amont de la hausse des prix du pétrole de 1973. Ce cycle monétaire a été importé dans les grands pays de la zone euro et s'est couplé des deux côtés de l'Atlantique d'une forte expansion budgétaire de 1968 à 1973 qui a alimenté l'inflation. Une surstimulation de la demande agrégée était donc bien présente avant le premier choc pétrolier créant un terrain fertile pour l'hyperinflation.

L'engagement des banques centrales à atteindre l'objectif traditionnel de stabilité des prix a été, au cours des années 60, de plus en plus dilué par l'objectif supplémentaire de maintenir un niveau d'emploi élevé. Le moindre engagement des banques centrales à contrôler l'inflation (et les déficits de la balance des paiements) est à l'origine de l'affaiblissement et finalement de la destruction du système de Bretton Woods et de l'apparition d'anticipations d'inflation élevée et persistante.

Le durcissement de la politique monétaire début 1973 en réaction à cette remontée de l'inflation précède le choc pétrolier et en amplifie l'impact négatif sur la croissance. La restriction budgétaire en 1974 amplifie quant à elle l'effet de la politique monétaire. Ce n'est donc pas que l'effet négatif de la poussée de l'inflation sur l'activité qui a conduit à la stagflation.

La politique monétaire a ensuite changé plusieurs fois d'orientation au cours de la décennie 70. Cette politique monétaire excessivement réactive et inconstante a contribué au désancrage des anticipations d'inflation des agents.

La suppression des contrôles sur les prix et les salaires dès 1974 aux États-Unis et les dispositifs d'indexation automatique des salaires dans

plusieurs pays de la zone euro ont amplifié les tensions inflationnistes et érodé la compétitivité, accentuant l'impact négatif sur la croissance. En effet, la croissance des salaires était déjà fortement déconnectée des rythmes de productivité depuis la deuxième partie des années 1960.

La spirale à la hausse des prix pouvait aussi compter à l'époque sur des comportements de consommation et des processus de production très énergivores, avec une part importante dans le PIB des industries intensives en énergie.

Aujourd'hui, le contexte dans lequel se manifeste la forte hausse des prix des matières premières n'est pas tout à fait le même, même s'il y a des différences notables de ce côté et de l'autre de l'Atlantique.

L'économie européenne n'est pas en situation d'excès de demande. Celle-ci est encore inférieure à son niveau d'avant le choc du Covid. L'important excédent d'épargne en témoigne. La hausse de l'inflation en amont de la guerre en Ukraine était liée à un choc d'offre, à des contraintes d'approvisionnement. Des effets de transmission à l'ensemble des prix des biens sont évidents, mais la transmission aux salaires n'est pas visible.

Dans la zone euro, seulement 3% des salariés du secteur privé sont couverts par des schémas d'indexation automatique des salaires sur un indice de l'inflation, qui inclut les prix de l'énergie. 18% des salariés du privé sont couverts par des dispositifs qui prennent formellement en compte l'évolution de l'inflation hors énergie. Les boucles auto-renforçantes sont donc bien plus limitées qu'en 1973.

La capacité de la hausse des prix de l'énergie à se diffuser dans l'économie et à affecter l'activité est moindre. Pour générer 1 000 dollars de PIB il fallait un baril de pétrole en 1973. Il en faut seulement 0,4 baril aujourd'hui. La BCE estime que l'impact d'un choc d'offre de pétrole sur la production industrielle mondiale serait inférieur de la moitié à celui qu'on observait dans les années 1980 et 1990.

Ces mécanismes renforçant l'inflation étant aujourd'hui moins puissants, c'est sur le rôle de la politique économique que l'attention se dirige.

Les manuels d'économie suggèrent que des prix plus élevés liés à un choc d'offre sont censés indiquer la rareté et réorienter les ressources pour « résoudre » les pénuries. Ils ne signalent pas un changement dans la capacité globale de la production à répondre à une demande plus soutenue. Ce problème d'allocation est un problème

que les banques centrales ne peuvent pas résoudre. Il serait inutile et contre-productif d'essayer de maîtriser l'inflation à court terme. Le rôle des banques centrales serait donc de soutenir la confiance et s'assurer que le système financier facilite le bon fonctionnement de l'économie. Il ne faudrait donc pas attaquer un problème d'offre par une restriction monétaire en réduisant la demande. Les outils budgétaires sont mieux équipés pour faire face à un compromis entre l'inflation et la production, car ils peuvent être ciblés plus précisément que la politique monétaire, du moins dès lors qu'il n'y a pas d'effets de second tour qui enclenchent une boucle prix-salaires et une inflation plus persistante. Des politiques structurelles et budgétaires ciblées visant à débloquer les goulets d'étranglement de l'offre et à garantir le soutien du pouvoir d'achat en l'absence d'une accélération des salaires seraient donc davantage pertinentes.

La BCE a annoncé début mars vouloir poursuivre son processus de normalisation afin d'ancrer les anticipations sur sa volonté de respecter le mandat de stabilité des prix. Cependant, elle affiche sa prudence et la conditionnalité de ce processus à l'état futur de l'inflation et de l'activité.

C'est un positionnement équilibré entre les craintes relatives à l'inflation et celles relatives à la croissance. La politique monétaire très expansionniste se justifiait par une décennie d'inflation bien inférieure à la cible et un désancrage (à la baisse) des anticipations d'inflation. La fin des rachats de titres et le maintien de la taille du bilan garantissent encore une orientation accommodante. Mais que fera-t-elle

lorsque l'inflation augmentera, comme il est vraisemblable, au-delà de sa prévision (5,1% en 2022) ? Tout dépendra de l'évolution des anticipations d'inflation et du risque d'un leur désancrage sur une inflation bien supérieure à la cible.

Bien que les anticipations d'inflation de court terme soient remontées, celles à moyen terme restent encore bien ancrées (à 2,2% dans cinq ans dans la zone euro, à 2,7% aux États-Unis) et cohérentes avec le ciblage plus symétrique de l'inflation.

Les erreurs de politique monétaire des années 70, caractérisées par une restriction monétaire immédiate peuvent être évitées. Pour la BCE, la tâche est plus simple, car elle ne fait pas face à une demande excédentaire, elle observe peu d'effets de second tour et des anticipations d'inflation encore ancrées à sa cible.

Pour la Fed, c'est plus compliqué car le cycle est plus avancé aux États-Unis, l'excès de demande visible, le marché du travail plus tendu et contraint par une faible dynamique de la population active et les salaires ont déjà répondu à l'inflation. De plus, l'impact négatif de la guerre en Ukraine sera moins important pour la croissance américaine justifiant une réponse monétaire plus agressive. Le risque qu'elle le soit trop et qu'elle produise un impact négatif sur la croissance existe.

Mais avec de la chance et une politique sensée, contrairement à une idée reçue, nous ne sommes pas condamnés à répéter l'histoire.

Zone euro

Allemagne : un budget soumis à un risque haussier difficilement quantifiable !

Le gouvernement de coalition tricolore a présenté un projet budgétaire pour l'année 2022 intégrant à la fois le poids de l'épidémie de Coronavirus, mais aussi celui des mesures de soutien pour lutter contre les effets néfastes de la hausse des prix, notamment énergétiques.

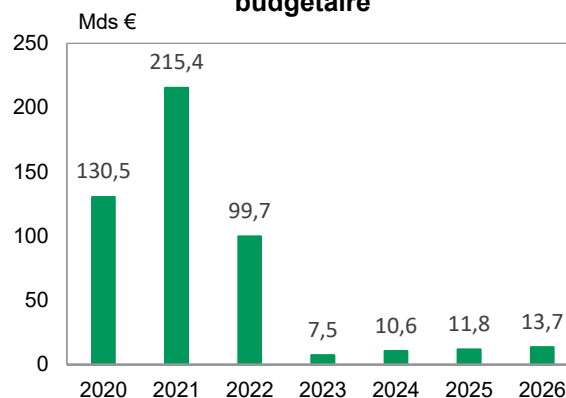
Selon les nouvelles projections officielles, le déficit atteindrait 99,7 Mds € en 2022, soit 2,8 points de PIB. Un chiffre étonnamment faible en raison de la mobilisation des excédents précédemment accumulés et de la bonne tenue des recettes fiscales attendues. Cependant, ce dernier pourrait s'avérer bien plus élevé, car il n'intègre pas encore les mesures qui seront prises pour atténuer les effets de la guerre en Ukraine, difficilement estimables à ce stade. Ces dernières seront intégrées dans le supplément budgétaire intervenant en juin prochain. Pour l'heure, le niveau de la dette atteindrait 68% du PIB en 2022, mais reste lui aussi sous-estimé et il est vraisemblable que le déficit et la dette ne soient *in fine* nettement au-dessus des niveaux avancés. Le déficit devrait en effet dépasser le seuil des 3% pour l'année en cours. Néanmoins, le gouvernement actuel a réaffirmé sa volonté de renouer avec le respect du Pacte de stabilité dès 2023 avec un déficit attendu de 7,5 Mds € (0,2 point de PIB).

Le plan budgétaire comporte des dépenses d'investissements consolidées à un niveau record de 51 Mds € par an, avec un accent mis dans les transports, le ferroviaire, la protection climatique et la transformation énergétique et numérique. Une enveloppe additionnelle de 60 Mds € est versée au fond pour l'énergie et le climat en vue de promouvoir la transformation de l'Allemagne vers la neutralité climatique (ce fonds devrait s'élever à 158 Mds € d'ici à 2025) et constitue le principal levier de la transformation écologique du pays. Le plan intègre également des aides pour compenser les tensions inflationnistes qui risquent de peser sur le pouvoir d'achat des ménages. Outre l'anticipation de la suppression de la taxe EEG au 1^{er} juillet 2022, celui-ci comprend d'importants allègements fiscaux et des mesures de soutien social. Le coup de pouce fiscal comprend une augmentation de 200 € de l'abattement forfaitaire sur l'impôt sur le revenu, ainsi qu'une

hausse de 363 € de l'abattement fiscal de base et une augmentation de 38 centimes de l'indemnité kilométrique. D'autres mesures d'aide à la population voient le jour comme une subvention Corona de 100 € pour les bénéficiaires de l'allocation de chômage ou de la sécurité de base, ainsi qu'un supplément immédiat de 20 € par mois pour les enfants touchés par la pauvreté et enfin une subvention unique de chauffage de 270 € pour les bénéficiaires de l'allocation logement et de 230 € pour les étudiants et apprentis boursiers. Du côté des entreprises, les compensations de pertes sont prolongées d'un an, le forfait pour le travail à domicile est étendu, les subventions sur l'allocation de chômage partiel continuent d'être exonérées d'impôt et la date limite de production des déclarations de revenus est prolongée.

Par ailleurs, afin de renforcer ses capacités de défense et ses obligations d'alliance, le gouvernement va mettre en place un fonds spécial de 100 Mds € pour renforcer la Bundeswehr (l'armée allemande) qui ne sera pas comptabilisé dans le frein à l'endettement inscrit dans la loi fondamentale. Actuellement, le budget alloué à la défense atteint 50 Mds € et devrait augmenter de 25 Mds € (+0,7 point de PIB) dès l'an prochain pour atteindre l'objectif de 2% de l'Otan.

Allemagne : projections du déficit budgétaire



Sources : Ministère des Finances, Crédit Agricole S.A.

☑ Notre opinion – Dans cette période de grande incertitude, le gouvernement allemand a voulu assurer une certaine stabilité dans ses engagements en terme d'investissements d'avenir, tout en ciblant les mesures de soutien aux ménages afin d'amortir le choc de prix attendu cette année. Il a prolongé l'aide liée au coronavirus pour les entreprises et les travailleurs indépendants jusqu'à la fin du mois de juin et étendu les allègements et reports fiscaux. Toutefois, le budget supplémentaire du mois de juin comporte un risque significativement haussier en raison des impacts néfastes de l'invasion russe de l'Ukraine qui devront nécessairement faire l'objet d'un nouveau paquet de mesures en soutien à l'économie et aux ménages.

États-Unis

La Fed entame son resserrement monétaire avec confiance

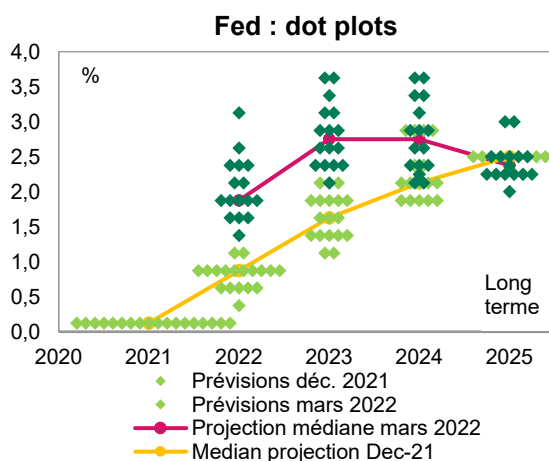
Le 16 mars dernier, la Réserve fédérale a entamé son processus de resserrement monétaire avec un premier relèvement de 25 points de base de son taux directeur. La fourchette-cible des taux des *Fed funds* s'établit ainsi à 0,25%-0,50%. La décision a été votée quasiment à l'unanimité (huit contre un), le président de la Fed de St. Louis, James Bullard, préférant une hausse plus soutenue (de 50 points de base). La décision de la Fed était largement anticipée. La Fed souligne que l'économie est « très forte », le marché du travail « extrêmement serré » et l'inflation « élevée ».

La Fed signale un resserrement plus rapide que prévu

La Fed a également fourni un nouveau guidage des anticipations, laissant clairement entrevoir la poursuite des hausses de taux au cours des prochains mois, sans toutefois être explicite sur leur calendrier qui dépendra des données à venir. La Fed a définitivement abandonné l'utilisation de mots comme « graduel » ou « mesuré » pour qualifier le rythme du resserrement à venir.

Peu de détails concernant la future réduction du bilan d'actifs ont été fournis, à part l'annonce que celle-ci devrait commencer « à une prochaine réunion ». La Fed pourrait livrer davantage d'informations le 4 mai prochain.

Selon la Fed, « l'économie américaine est très forte et bien positionnée pour faire face à une politique monétaire plus restrictive ». Les prévisions du taux directeur des membres de la Fed, telles que les montre le graphique des « *dot plots* » ci-dessous (graphique à points représentant les prévisions des membres du FOMC pour la valeur centrale de la fourchette-cible des taux des *Fed funds*), signalent un net revirement *hawkish* des anticipations au sein du comité de politique monétaire entre décembre 2021 et mars 2022.



Sources : Réserve fédérale, Crédit Agricole S.A.

La médiane des prévisions des membres du FOMC indique à présent un resserrement à 1,875% fin 2022, soit 1 point de pourcentage de plus que prévu en décembre 2021. Cela impliquerait une hausse de taux de 25 points de base à l'issue de chaque réunion de politique monétaire cette année (soit six hausses de taux supplémentaires). Pour 2023, le « *dot plot* » suggère 3,5 hausses de taux (de 25 points de base chacune) à 2,75%, suivies par une stabilisation en 2024. En revanche, à long terme, la prévision baisse légèrement à 2,375% contre 2,5% en décembre.

Nouvelles prévisions économiques : plus d'inflation et moins de croissance

Le communiqué de la Fed souligne que « les indicateurs d'activité économique et d'emploi continuent de se renforcer ». Les conditions sur le marché du travail, en particulier, restent très dynamiques et génératrices de pressions inflationnistes avec une demande de main-d'œuvre « très forte », mais un taux de participation encore modeste. La croissance des salaires est au plus haut depuis plusieurs années. La Fed prévoit une baisse du taux de chômage à 3,5% d'ici à la fin de l'année un maintien à ce niveau faible en 2023, avant une toute légère hausse à 3,6% en 2024. Ces prévisions sont bien en-deçà de son estimation du taux de chômage d'équilibre de long terme à 4%.

Les prévisions d'inflation ont été révisées à la hausse de manière significative, en raison de l'impact de l'invasion russe en Ukraine impliquant une forte hausse des prix du pétrole et d'autres matières premières. Le déflateur des dépenses de consommation sous-jacentes (*core PCE*) augmenterait de 4,1% et 2,6% en moyenne annuelle respectivement en 2022 et 2023 (contre 2,7% et 2,3% prévus en décembre). En 2024, il ralentirait à 2,3% (contre 2,1% prévu en décembre). L'horizon du retour à la cible de 2% s'éloigne donc davantage. Les prévisions d'inflation totale montrent une évolution similaire avec une hausse prévue à 4,3% en 2022 (contre 2,6% en décembre) et 2,7% en 2023 (2,3% en décembre), avant une modération à 2,3% en 2024.

La croissance du PIB a été fortement révisée à la baisse pour 2022, de 1,2 point de pourcentage à 2,8%, reflétant une estimation de l'impact du conflit en Ukraine. Néanmoins, ce rythme de croissance est toujours très fort, supérieur au potentiel (estimé autour de 1,75%). Pour 2023 et 2024, les prévisions sont restées inchangées, indiquant un ralentissement graduel à 2,2% et 2% respectivement. Ces taux de croissance sont toujours légèrement supérieurs au taux de croissance de long terme (dont l'estimation est maintenue à 1,8%).

Le conflit en Ukraine représente des risques baissiers sur les perspectives économiques. La Fed considère que les implications pour l'économie américaine sont « hautement incertaines », mais qu'à court terme il devrait générer des pressions haussières supplémentaires sur l'inflation et peser sur l'activité économique. Des effets de contagion

pourraient avoir lieu sur l'économie américaine via des perturbations éventuelles des chaînes d'approvisionnement mondiales et la volatilité sur les marchés. Toutefois, selon Jerome Powell, la probabilité de récession « n'est pas particulièrement élevée ».

✓ Notre opinion – *Malgré les risques liés à l'invasion russe en Ukraine, la tonalité de la Fed reste hawkish. Les nouvelles prévisions économiques et les commentaires de J. Powell lors de la conférence de presse suggèrent que la Fed n'attend pas un impact significatif du conflit sur l'économie américaine, tout en reconnaissant qu'il fait peser des risques baissiers sur les prévisions de croissance. Si l'exposition directe à la Russie et à l'Ukraine via les liens commerciaux de l'économie américaine est relativement faible, celle-ci n'est pas immunisée contre les effets négatifs globaux (hausse des prix des matières premières, aggravation des goulets d'étranglement dans les chaînes d'approvisionnement mondiales, ralentissement en Europe, volatilité et resserrement des conditions sur les marchés financiers, faisant peser des risques sur les conditions de crédit, etc.).*

La Fed signale un rythme relativement agressif de resserrement monétaire qui s'explique par des conditions domestiques sur le marché du travail qui sont extrêmement « serrées » et génératrices de pressions sur les salaires. Les pressions inflationnistes sont généralisées et ne sont plus considérées transitoires. L'objectif de la Fed est de stabiliser le prix, tout en s'assurant que le marché du travail reste dynamique. Les prévisions du taux des Fed funds indiquées par le « dot plot » suggèrent un niveau des taux qui d'ici la fin de cette année devrait dépasser le pic du cycle de resserrement précédent (2,5%) et supérieur au taux neutre de long terme.

Royaume-Uni

Troisième hausse de taux par la BoE et une inflation vers 8% en avril !

En ligne avec les anticipations, la Banque centrale d'Angleterre a augmenté son taux directeur de 25 points de base à l'issue de sa réunion du 16 mars. Il s'agit du troisième resserrement après ceux de décembre et février dernier. Le résultat des votes montre un seul dissident, Jon Cunliffe, ayant préféré maintenir le taux directeur stable à 0,5%.

La décision du comité de politique monétaire (MPC) s'explique par les conditions tendues sur le marché du travail, où la rareté de la main-d'œuvre continue de générer des pressions à la hausse sur les salaires, par une inflation sous-jacente élevée et des tensions persistantes sur les coûts et les prix. De plus, les indicateurs d'activité depuis le début de l'année ont été meilleurs que prévu dans le rapport de politique monétaire de février. Le marché du travail ne montre pas encore les signes de retournement que la BoE anticipait. En resserrant sa politique monétaire, la BoE cherche à limiter le risque que les tendances haussières dans les salaires, les prix et les anticipations d'inflation se renforcent et s'installent durablement.

Le MPC a dressé un premier tableau de l'impact de l'invasion russe en Ukraine et les développements qui en ont découlé. Une phrase des minutes de la BoE résume parfaitement les perspectives à court terme : « les développements depuis le rapport de février devraient accentuer à la fois le pic d'inflation et l'impact négatif sur l'activité en accentuant la baisse des revenus réels des ménages. ».

La BoE a de nouveau révisé de manière significative ses prévisions d'inflation, en grande partie due à la hausse des prix de l'énergie, mais aussi des produits alimentaires. L'inflation CPI devrait ainsi être proche de 6% en février et en mars (contre 5,5% en janvier), avant d'atteindre 8% en avril et en moyenne au deuxième trimestre, soit environ 1 point de pourcentage au-dessus des prévisions du rapport de février. Une ré-accélération de l'inflation est probable en fin d'année, si la hausse récente des prix de l'énergie devait être répercutée sur les plafonds tarifaires de gaz et d'électricité par Ofgem en octobre prochain. La BoE prévoit que si la hausse de prix à terme du gaz et d'électricité consécutive à l'invasion russe se maintenait, les plafonds tarifaires pourraient augmenter d'environ 35% en octobre prochain. Cela pourrait conduire à une remontée de l'inflation en fin d'année au-dessus du niveau prévu pour avril, que la BoE anticipait jusqu'à présent comme le pic.

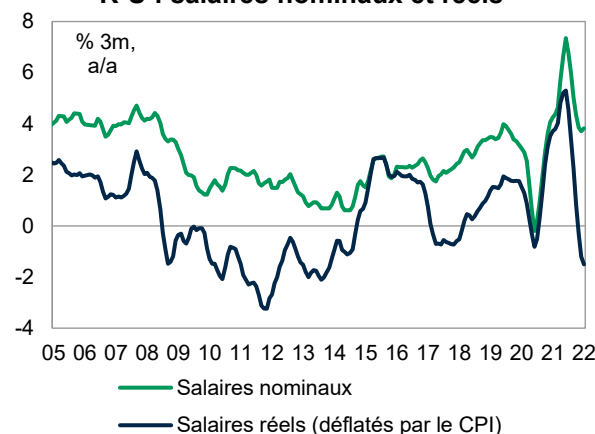
Pour la BoE, ces niveaux élevés de l'inflation devraient être temporaires. À moyen et long termes, la dissipation des effets de la hausse des prix de l'énergie et la baisse du pouvoir d'achat des

ménages, et donc de la demande, devraient conduire à une baisse de l'inflation. La BoE anticipe une chute « significative » de l'inflation à moyen terme qui pourrait même être plus prononcée que prévu en raison d'une plus forte baisse probable de la demande, mais aussi en raison des anticipations plus élevées de taux par les marchés et les effets du resserrement monétaire.

À court terme, l'inflation sous-jacente devrait également continuer de monter, à 5-5,5% au deuxième trimestre, en raison principalement de l'inflation des biens *core* et dans une moindre mesure des services. Selon la BoE, les perturbations des chaînes d'approvisionnement impliquent des risques haussiers sur les perspectives d'inflation des biens *core*.

En raison des développements récents, l'impact des prix de l'énergie sur les revenus réels était désormais susceptible d'être « significativement » plus important que prévu dans les projections de février (celles-ci tablaient sur une baisse du revenu disponible réel de 2% cette année). Dans les prochains mois, la BoE sera très attentive aux comportements d'épargne des ménages. Le taux d'épargne avait déjà considérablement diminué par rapport à son pic provoqué par la pandémie, mais il est possible qu'il tombe en dessous de son niveau d'avant-Covid, si certains ménages devaient puiser dans le stock d'épargne supplémentaire accumulé pendant la pandémie. Toutefois, la hausse des prix de l'énergie est susceptible d'impacter de manière disproportionnée les ménages à faible revenu qui ont peu épargné pendant la pandémie.

R-U : salaires nominaux et réels



Sources : ONS, Crédit Agricole S.A.

Le MPC considère qu'un tour de vis de sa politique monétaire pourrait être approprié dans les mois à venir, mais elle signale qu'il existe des risques entourant ce jugement en fonction de l'évolution des perspectives d'inflation à moyen terme.

☑ **Notre opinion** – Nous anticipons actuellement deux hausses de taux supplémentaires cette année (de 25 points de base chacune), une en mai et une en août, qui conduiraient à un taux de base à 1,25%. Nous pensons que ce sera le maximum et n'anticipons pas de hausses de taux en 2023. Ce qui motive ce profil de resserrement est la nécessité pour la BoE de continuer à agir pour ancrer les anticipations d'inflation et contrer les pressions à la hausse sur les salaires.

De manière un peu contre-intuitive, les évolutions récentes permettent à la BoE d'être plus confiante dans l'atteinte de son objectif de retour de l'inflation CPI à la cible d'ici deux à trois ans. Les effets négatifs anticipés de l'invasion russe sur la demande, l'emploi et les revenus réels devraient naturellement provoquer des pressions baissières sur les prix à moyen terme et favoriser le retour de l'inflation à la cible.

Bien que l'issue et les impacts de l'invasion russe soient encore très incertains et ses canaux de transmission multiples, l'analyse de la BoE de l'impact du conflit sur l'inflation semble pour le moment classique : un choc exogène sur les prix de l'énergie et des matières premières qui se rajoute aux chocs précédents, mais dont les effets sur le taux d'inflation devraient être temporaires et sortir du calcul du glissement annuel au bout d'un an. Il y a encore de fortes hypothèques à lever sur l'évolution des prix. Ceux-ci pourraient a contrario rester élevés durablement, en raison notamment des sanctions vis-à-vis de la Russie et des plans annoncés pour diminuer la dépendance des pays européens à ses ressources.

Pays émergents

Asie

Corée du Sud : la victoire de Yoon Seok-youl plonge la Corée dans une cohabitation inédite

Après une campagne électorale marquée par des scandales en tout genre, Yoon Seok-youl, le candidat du Parti du pouvoir au peuple (PPP), principale formation de l'opposition de droite, l'a emporté de peu (48,6%) face à son adversaire Lee Jae-myung, de la majorité du Parti démocratique (47,8%). Le président en exercice, Moon Jae-in, ne pouvait pas se représenter, la constitution coréenne limitant à un le nombre de mandat présidentiel.

Malversations financières, menaces, harcèlement, liens avec le chamanisme, corruption autour de projets immobiliers, insultes, la multiplication des affaires traduit aussi l'échec de Moon Jae-in à pacifier et assainir la classe politique coréenne, lui qui avait promis une lutte sans faille contre la corruption et les abus de pouvoir, suite à la destitution de sa prédécesseur Park Geun-hye.

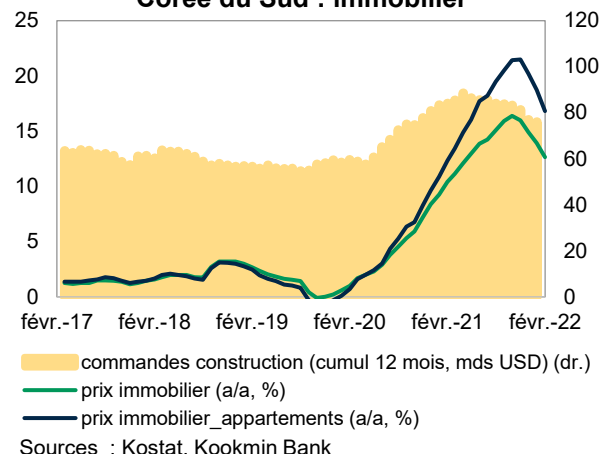
Condamnée en 2018 à trente-deux ans de prison pour abus de pouvoir, corruption, coercition et détournement de fonds, cette dernière avait finalement été graciée par le président Moon en 2021. Et ce n'est autre que Yoon Seok-youl, spécialiste de la lutte anti-corruption qui avait déjà mené des enquêtes contre le président Lee Myung-bak, qui avait pris la tête de l'affaire. Au soir de son élection, Yoon a également promis d'ordonner une enquête sur son prédécesseur, sans en indiquer le motif. Toutes ces affaires reflètent le niveau des débats, qui n'a jamais réussi à dépasser l'affrontement personnel.

Pourtant, le taux de participation élevé (77%) indique combien les citoyens attendaient de cette élection, et ce alors même qu'elle se déroulait dans un contexte sanitaire compliqué (plus de 300 000 nouveaux cas de Covid par jour), notamment chez les jeunes qui se sont bien plus mobilisés que pour les scrutins précédents.

Ces derniers avaient ainsi orienté les débats sur plusieurs thèmes structurels au cœur de leurs préoccupations : l'accès à l'emploi, dans ce pays où les jeunes représentent plus de 25% des chômeurs ; l'accès à l'immobilier, secteur plombé par une inflation endémique (le prix des appartements à Séoul a augmenté de plus de 50% entre 2017 et 2021, avant de commencer à fléchir à partir de novembre 2021), et les questions de genre, alors que la Corée occupe

le 102^e rang mondial (sur 156) en matière d'inégalités hommes-femmes, selon le Forum économique mondial.

Corée du Sud : immobilier



Résultat, le vote s'est polarisé entre âge et sexe, une majorité des femmes de moins de trente ans votant pour le perdant, tandis que le candidat conservateur recevait les suffrages des femmes plus âgées et des hommes. *In fine*, le changement n'est pas encore pour maintenant en Corée, le président ayant notamment été élu sur sa proposition de supprimer le ministère de l'Égalité hommes-femmes.

Surtout, la victoire de Yoon intervient alors que le Parlement, renouvelé en avril 2020, est en majorité démocrate. Le parti du président Moon avait en effet remporté les élections législatives, en profitant d'un regain de popularité lié à la bonne gestion sanitaire de la pandémie, ainsi que d'une modification de la loi électorale augmentant la part proportionnelle du nombre de sièges. Il dispose ainsi de la majorité absolue pour encore deux ans, les mandats des députés étant de quatre.

La constitution coréenne interdisant au président de dissoudre l'Assemblée, les deux premières années du mandat de Yoon risquent donc d'être marquées par une certaine paralysie et de fortes dissensions entre pouvoir législatif et exécutif.

 **Notre opinion** – Sans expérience politique, on connaît encore mal les idées et méthodes du nouveau président coréen. Si l'on se fie à la ligne traditionnelle de son parti, son mandat devrait cependant être marqué sur le plan international par un resserrement des liens avec les États-Unis et surtout le Japon, après une période diplomatiquement très tendue en 2019, suite à la décision de la Cour suprême coréenne d'obliger certaines entreprises japonaises à indemniser des familles sud-coréennes injustement traitées et contraintes à fournir de la main-d'œuvre illégale durant la seconde guerre mondiale. Le Japon avait ensuite

riposté en restreignant les exportations de certains produits chimiques entrant dans le processus de fabrication des semi-conducteurs vers la Corée. La population coréenne avait alors massivement boycotté les produits japonais. La procédure de rapprochement avec la Corée du Nord, une des priorités de Moon, devrait ainsi passer au second plan, au risque de mécontenter la Chine.

Sur le plan économique, Yoon a indiqué vouloir casser la spirale inflationniste dans le secteur immobilier, en dérégulant les entreprises du secteur de la construction. Ses propositions avaient reçu le soutien de la fédération des industries coréennes (FKI), qui regroupe les fameuses, extrêmement puissantes et influentes chaebols¹ dans le pays. Yoon hérite d'un contexte macro-économique plus que porteur : après une récession très modérée en 2020 (-0,9%), la croissance coréenne a atteint 4% en 2021 et devrait dépasser les 3% en 2022, même si la hausse du prix des matières premières énergétiques ne fait pas les affaires du pays, puisque le pétrole représente environ un quart des importations totales.

Peu endetté et adepte d'une certaine orthodoxie monétaire, même sous gestion démocrate, le retour d'un président libéral ne devrait pas être synonyme d'une politique budgétaire très accommodante. Au revenu universel proposé par son rival, Yoon Seok-youl opposait une baisse des taxes aux entreprises pour soutenir l'emploi et les « principes de marché » pour réguler le secteur immobilier.

Moyen-Orient et Afrique du Nord

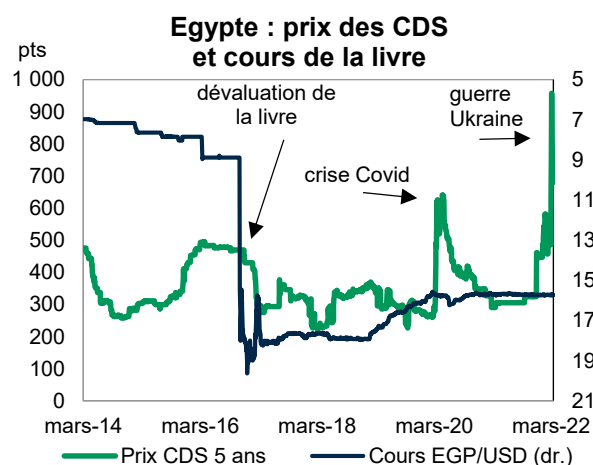
Égypte : la fragilité intrinsèque du pays se manifeste à nouveau sur les marchés financiers

Chaque crise externe qui affecte plus ou moins directement l'Égypte provoque de fortes sorties de capitaux et des tensions sur les marchés financiers. Cela a été le cas lors de la crise sanitaire du coronavirus et encore plus cette année lors du déclenchement de la guerre en Ukraine. Comment comprendre la récurrence de ces tensions à chaque crise ? En fait, l'Égypte, déjà fragilisée par un double surendettement externe et public, est aussi prise dans les contradictions d'une grande ouverture de son compte de capital, d'un régime de change fixe au dollar trop rigide et d'une politique monétaire probablement insuffisamment réactive.

Les caractéristiques particulières de la guerre en Ukraine, avec les risques inflationnistes en hausse sur les produits alimentaires et les risques de pénuries de céréales, ont provoqué début mars 2022 une très forte inquiétude des investisseurs.

Conséquence la plus immédiate : la prime de risque (prix des CDS, contrat de couverture d'assurance contre le risque de défaut souverain à cinq ans) après être montée à plus de 1 000 points de base (plus de 10%) début mars est retombée à 727 pdb à mi-mars, un niveau nettement au-dessus de ce qu'il était lors du déclenchement de la crise sanitaire du coronavirus et illustrant la préoccupation des investisseurs de portefeuille sur le niveau de dette publique de l'Égypte. La moindre rentabilité des titres d'État (11,3%) en raison de la hausse de l'inflation (8,8% en février) a pu également jouer défavorablement sur l'attractivité des T-bills.

La crise sanitaire du Covid avait provoqué la fuite de 11 milliards de dollars d'investissements de portefeuille entre mars et mai 2020, faisant chuter le stock de réserves en devises à 36 milliards de dollars, soit une chute très significative de 30%. Cette dernière avait nécessité l'intervention du FMI pour stabiliser ces réserves. Ces capitaux, par nature volatiles, ne sont revenus qu'en 2021 à la faveur de chiffres macro-économiques convenables en période de crise et d'opinions favorables des marchés, stabilisant ainsi la prime de risque souverain à 300 pdb. La prédominance des capitaux volatiles au détriment des investissements directs étrangers, plus durables, s'est encore fortement accentuée en 2021. En septembre 2021, les IDE ne représentent plus que 1,2% du PIB, contre 1,5% en 2020. C'est beaucoup trop peu pour un pays émergent qui souhaite, de longue date, attirer les capitaux étrangers productifs. Cela illustre donc l'attentisme des investisseurs de long terme et c'est bien sûr, une fragilité supplémentaire pour un pays dont le compte



Sources : Morgan Stanley, Reuters, CA S.A.

¹ Les *chaebols* sont des ensembles d'entreprises, de domaines variés, entretenant entre elles des participations croisées.

de capital est ouvert et qui a creusé son déficit courant à environ 5% du PIB en 2021.

Par ailleurs, le régime de change, initialement prévu pour être flexible lors de la dévaluation de 2017, est, dans les faits, un régime de change fixe au dollar. Le cours de la livre est quasiment inchangé à 15,7 par rapport au dollar depuis deux ans et demi. Cette politique trop rigide, en partie due à la volonté de ne pas provoquer de l'inflation importée, l'est aussi en raison de la hausse récente de l'endettement public en devises fortes. Une dépréciation monétaire augmenterait mécaniquement le ratio de dette publique, alors que celui-ci est déjà à 90% du PIB fin 2021. Tant que la croissance du PIB est supérieure au déficit du solde courant, les tensions restent contenues. Mais cela n'a pas été le cas en 2020 et 2021, en raison de l'effondrement des recettes touristiques dû à la crise sanitaire. Le déficit du solde courant, qui devait se contracter à 3,5% du PIB en 2022 selon nos estimations, va sans doute rester au niveau de 2021 (-4,5%) en raison de la hausse des prix de nombreux produits d'importation (céréales mais aussi métaux et pétrole).

Le regain d'inflation constaté début 2022 (7,3% en janvier et 8,8% en février) va donc se poursuivre au cours de l'année, d'une part en raison de la hausse du prix des denrées alimentaires, et notamment du blé sur les marchés internationaux (l'Égypte est l'un des plus gros importateurs mondiaux), mais aussi de la forte pondération à 44% des produits alimentaires dans l'indice final. La politique monétaire souple devrait sans doute profiter de cette hausse pour augmenter ses taux dans le futur.

Par ailleurs, la principale vulnérabilité du pays reste son niveau de surendettement externe et public qui s'est encore un peu détérioré lors de la crise du Covid. Si la dette externe est modeste en

pourcentage du PIB (34%), le faible niveau d'ouverture du pays (les exportations s'élèvent à 40% du PIB) propulse le ratio de dette à plus de deux fois les recettes d'exportation de biens et services. C'est un niveau de surendettement qui a nécessité une aide du FMI en 2016 et 2020, aide qui a par ailleurs accru la dette externe.

Les besoins de financement externes sont estimés à 49 milliards de dollars par an pour les deux années fiscales 2021-2022 et 2022-2023. Des montants considérables représentant entre 10% et 11% du PIB. La liquidité tendue va sans doute nécessiter le renouvellement, voire l'augmentation, des aides ponctuelles des pays du Golfe et des multilatéraux, surtout si les recettes touristiques tardent à revenir à leur niveau d'avant-crise. En dernier recours, le gouvernement pourrait à nouveau solliciter une aide du FMI, si les marchés financiers se fermaient et montraient une défiance accrue envers les risques « pays émergents ».

Égypte : inflation et taux



Sources : Central Agency for Statistics, CA S.A.

Notre opinion – Les risques de tensions sociales en cas de pénuries alimentaires ne sont pas, non plus, à minimiser. Le gouvernement pourrait donc recourir à l'arme des subventions pour atténuer l'impact financier de la hausse des prix alimentaires sur les ménages les plus pauvres. Cette politique sociale, quoique justifiée, pourrait compliquer le respect des objectifs de réduction du déficit budgétaire, alors que le remboursement de la dette absorbe déjà 30% des recettes de l'État. Un des ratios les plus élevés au monde.

Europe centrale et orientale, Asie centrale

Pologne : bouclier anti-inflation

Le gouvernement polonais prévoit une prolongation des mesures de lutte contre l'inflation au-delà du mois de juillet comme initialement prévu, afin de faire face aux conséquences de la guerre entre la Russie et l'Ukraine.

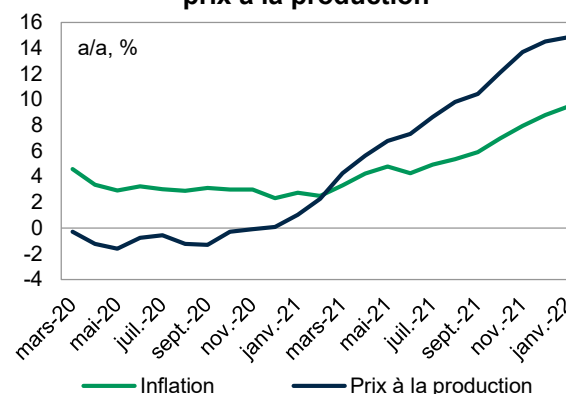
En effet, le bouclier prévoit une série de mesures de soutien à la hausse des prix provoquée par la guerre. La première concerne la réduction de 8% de la TVA sur les carburants et de 5% sur les prix du chauffage et de l'électricité. En revanche, sur les denrées alimentaires de base, la TVA sera supprimée. La part des produits alimentaires dans la structure de l'indice des prix polonais représente 27,8%, dont une partie sera subventionnée par une TVA à 0%.

Les prévisions d'inflation de la Banque centrale indiquait une hausse de 10,8% des prix sans la prolongation des mesures anti-inflation, alors qu'elle devrait être autour de 9% après la mise en œuvre de cet accompagnement. Toutefois, les pressions inflationnistes restent très fortes et ce dans tous les pays d'Europe centrale qui sont à la fois dépendants des importations énergétiques et de matières premières. La hausse des prix et les perturbations des chaînes d'approvisionnement, notamment pour l'industrie automobile, risquent de ralentir les flux de

production et de ventes en plus de la hausse des prix et des réductions des marges.

Dans ce contexte déjà inflationniste, les prévisions de croissance du PIB seront revues à la baisse pour l'ensemble des pays avec un impact plus fort pour les pays les plus exposés aux matières premières comme la République tchèque, la Slovaquie ou la Hongrie et un moindre effet – mais toujours négatif – sur les économies plus diversifiées et de plus grande taille comme la Pologne.

Pologne : inflation et prix à la production



Sources : Datastream, CASA/ECO

✓ Notre opinion – La Pologne est encore sous les feux des projecteurs, mais pas pour les mêmes raisons cette fois-ci. Le pays accueille les réfugiés de guerre et une réelle solidarité se manifeste parmi la population. Le gouvernement a proposé des structures d'hébergement, ainsi que des aides financières pour les réfugiés et les familles polonaises qui les hébergent.

Cette semaine, le Premier ministre polonais ainsi que ses homologues tchèque et slovène se sont rendus à Kiev pour rencontrer le président ukrainien en signe de soutien face à l'agression que le pays subit. S'est également joint à cette délégation J. Kaczyński, le dirigeant de PiS. Au-delà du soutien sincère de l'ensemble du peuple polonais envers l'Ukraine, ce geste est aussi une façon de redorer le blason du PiS après les nombreuses disputes de Varsovie avec Bruxelles autour des sujets de la dérive de l'État de droit en Pologne qui est réelle et profonde.

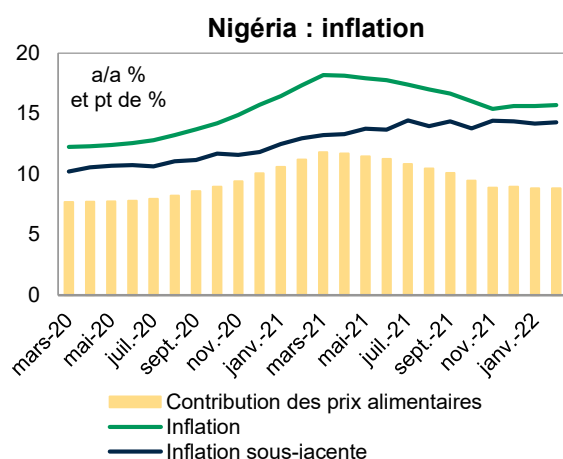
Il faut rappeler que les opinions publiques des pays d'Europe centrale encore plus qu'ailleurs vont être certainement plus sensibles à ces sujets, en raison de l'exemple qu'a donné le système autoritaire russe en manque de contre-pouvoir et notamment médiatique (sans cependant réduire le conflit à cela). Les problématiques de fonds resteront toujours présentes en Pologne, mais en revanche ce conflit pourrait permettre au PiS de revoir la position de sa ligne très conservatrice du parti qui est représentée par le ministre de la Justice. Le monde ne sera plus pareil après cette agression et les politiques autoritaires seront peut-être regardées de plus près en dehors peut-être des questions militaires et de défense.

Afrique sub-saharienne

Nigéria : l'inflation progresse à nouveau en février

L'indice des prix à la consommation au Nigéria a progressé de 0,1 point de pourcentage en février, à 15,7% en variation annuelle. L'inflation sous-jacente (sans les produits agricoles et l'énergie) s'établit pour sa part à 14,3% en variation annuelle. D'un mois sur l'autre, les prix progressent de 1,6%.

Le rythme annuel d'inflation a décru après un pic à 18% en mars de l'année dernière, traduisant la diminution des effets de base. Le maintien d'un rythme élevé d'inflation sur un an reflète toutefois la hausse continue et entretenue de toutes les composantes de l'indice des prix. Leur progression sur un an tous les mois est en effet de plus de 10% depuis février 2021 pour toutes les catégories de consommation.



L'alimentation représente 52% du panier de consommation utilisé pour le calcul de l'inflation. C'est aussi la composante qui augmente le plus, à 17% en variation annuelle en février. Les prix alimentaires sont de longue date la principale cause d'inflation au Nigéria. C'est notamment en raison des besoins élevés de la population nigériane (205 millions d'habitants) que le pays importe

massivement des produits agricoles. Au quatrième trimestre 2021, le blé était ainsi le deuxième produit d'importation du pays, derrière le pétrole, avec 7% du total des importations en valeur.

Cette dépendance à l'étranger se combine de plus avec la forte dépréciation du naira. Le Nigéria a donc subi de plein fouet la hausse globale des prix alimentaires. Ainsi, sur l'année 2021, la valeur en monnaie locale des importations agricoles du pays était supérieure de 70% à celle de 2020.

La guerre en Ukraine aura donc des conséquences importantes sur le Nigéria, et les records atteints par les cours du blé notamment devraient se traduire par une hausse de l'inflation dans le pays.

Le Nigéria produit environ 1,6 million de barils de pétrole par jour. Cependant, du fait de capacités de raffinage extrêmement limitées, le pays est dépendant de l'étranger pour son carburant. Cette composante importée de l'inflation va donc se maintenir, voire s'accroître, dans les mois qui viennent avec un prix du baril élevé.

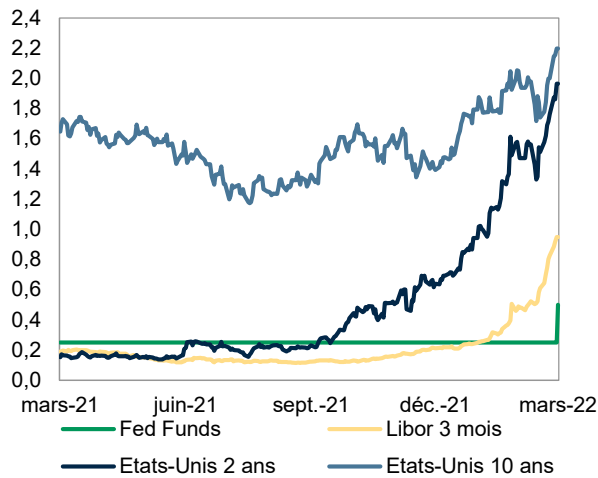
Les effets déstabilisateurs de la hausse des prix représentent un risque significatif pour le Nigéria, en particulier pour la hausse des produits de base alimentaires. L'approche des élections présidentielles de 2023 pousse cependant le gouvernement à agir pour juguler la hausse des prix. Les autorités ont ainsi décidé du maintien cette année de la subvention aux prix à la pompe.

La Banque centrale nigériane tient sa réunion de politique monétaire la semaine prochaine. Le taux directeur a été maintenu à 11,5% depuis septembre 2020, malgré les chiffres élevés d'inflation. Les autorités monétaires pourraient cette fois agir en remontant les taux, pour tenter de freiner la composante domestique structurelle de l'inflation, alors que les pressions externes s'amplifient.

Tendances à suivre

Taux d'intérêt en dollar américain

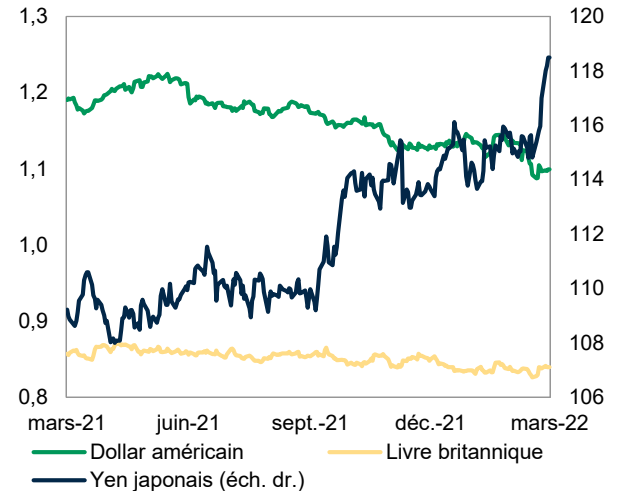
%, interbancaire (Londres) et souverains (États-Unis)



Source : Thomson Reuters

Taux de change des principales devises

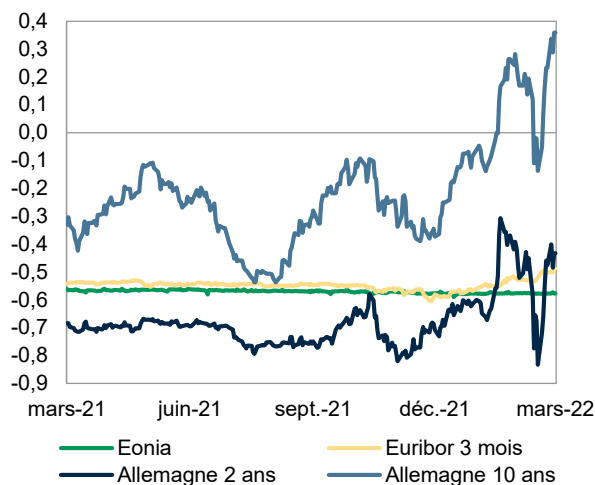
EUR/USD, EUR/GBP et USD/JPY



Source : Thomson Reuters

Taux d'intérêt en euro

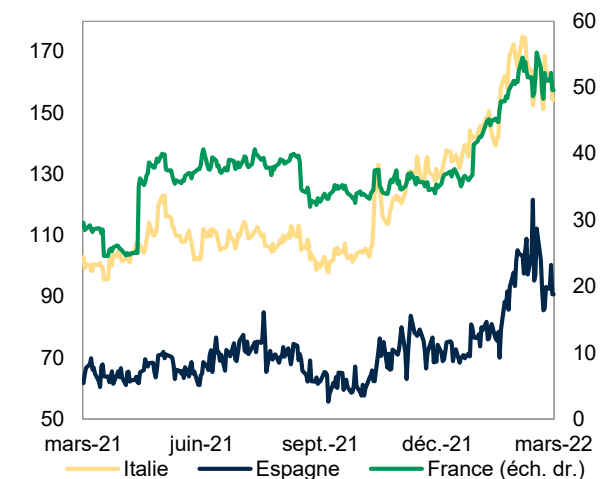
%, interbancaires (Londres) et souverains (Allemagne)



Source : Thomson Reuters

Spreads souverains européens avec le Bund

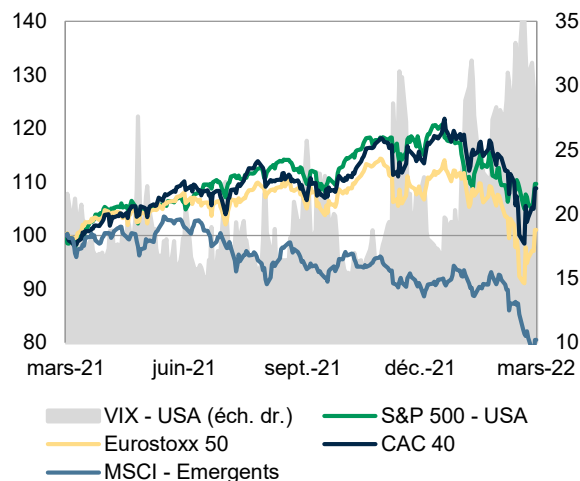
Pdb, dette en EUR à dix ans



Source : Thomson Reuters

Marché actions

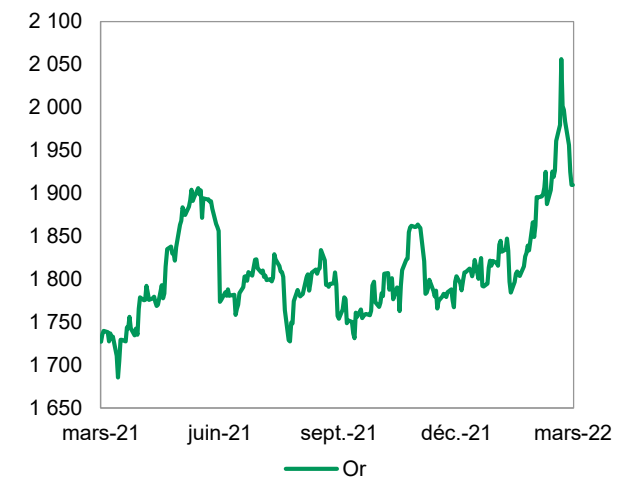
Indice boursiers (100 = début de période) et volatilité VIX



Source : Thomson Reuters

Cours de l'once d'or

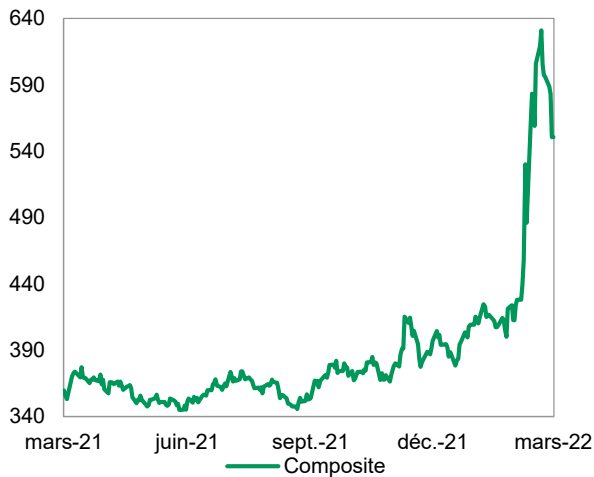
USD/Once troy (Londres)



Source : Thomson Reuters

Spreads souverains émergents avec le T-Bond

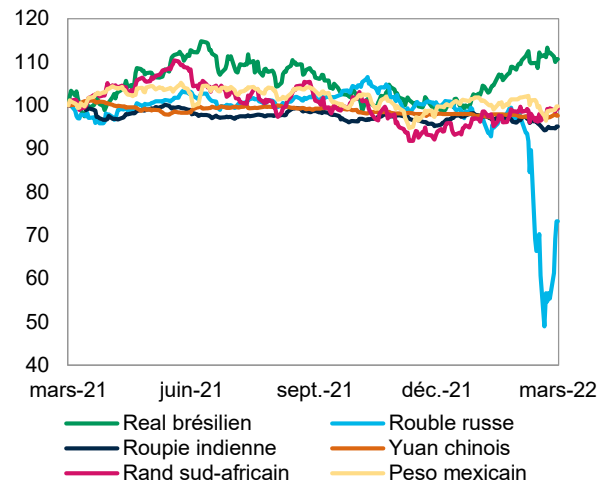
Indices EMBI+ (pdb, dette en USD de plus d'un an)



Source : JP Morgan

Devises émergentes

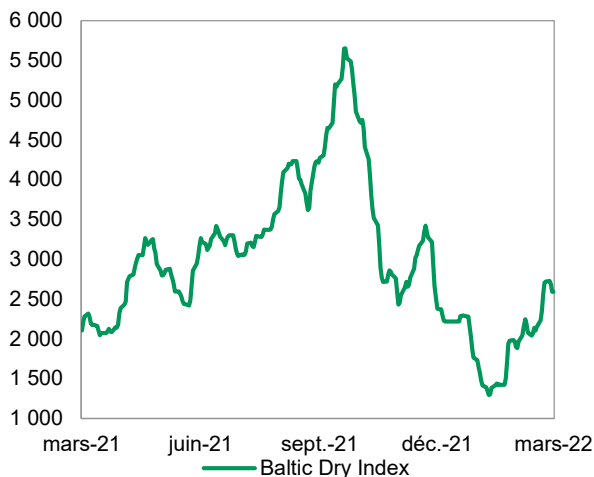
/USD (indice 100 = début de période)



Source : Thomson Reuters

Coût du transport maritime de vrac sec

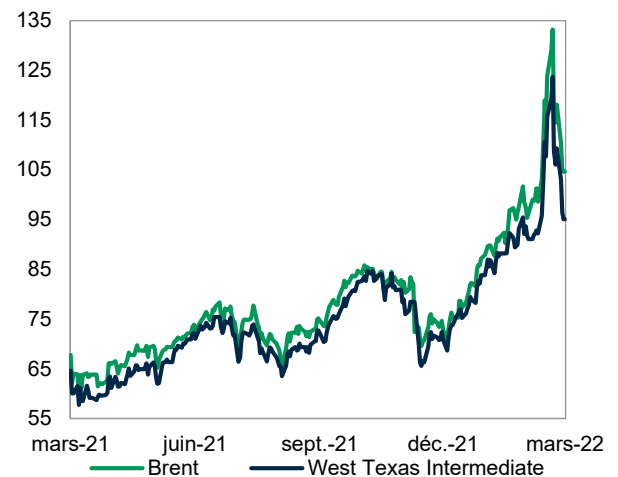
Baltic Dry Index (USD/point)



Source : Baltic Exchange

Cours du baril de pétrole brut en USD

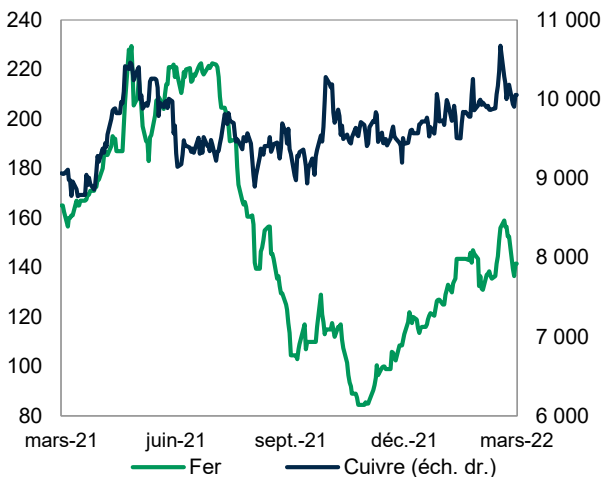
Brent (mer du Nord) et WTI (golfe du Mexique)



Source : Thomson Reuters

Cours des métaux

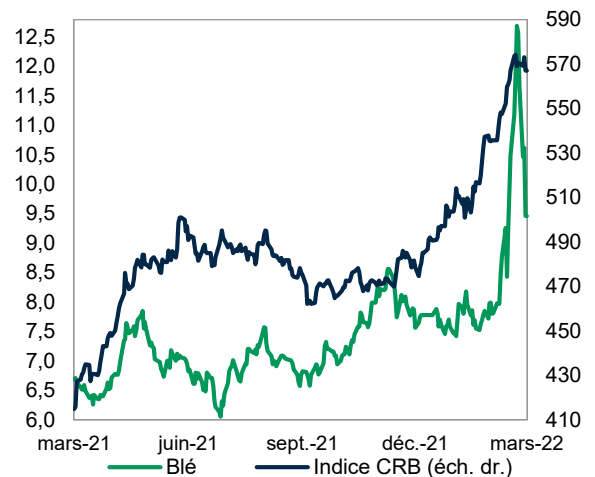
USD/tonne métrique



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 – 20 décembre 2021

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

Date	Titre	Thème
16/03/2022	France – Élections 2022 : transition énergétique	France
16/03/2022	PRISME – L'analyse de la conjoncture et de l'actualité agricole et agroalimentaire du Crédit Agricole	Agriculture, agroalimentaire
15/03/2022	Chine – La cible de croissance annuelle dévoilée, reste à savoir comment l'atteindre	Asie
15/03/2022	Italie – Baisse de la production industrielle en janvier	Italie
11/03/2022	Monde – L'actualité de la semaine	Monde
11/03/2022	Parole de banques centrales – La BCE anticipe la fin des achats d'actifs mais repousse la hausse des taux	Zone euro
10/03/2022	Qualifier l'impact du choc et les réponses de politique économique	Europe
10/03/2022	Amérique latine – Il est parfois heureux que l'Europe soit éloignée	Amérique latine
09/03/2022	Asie – Le choc passera surtout par les prix	Asie
08/03/2022	Europe centrale & orientale, Turquie : une très forte dépendance aux hydrocarbures de Russie	Turquie
08/03/2022	Moyen-Orient et Afrique du Nord – Premiers impacts économiques de la guerre en Ukraine	MOAN

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 : 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 : 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.