

Perspectives

Hebdomadaire – N°22/106 – 25 mars 2022

MONDE – L'actualité de la semaine

⇒ Pour quelques roubles de plus	2
⇒ Ne pas hâter les récits géopolitiques	3
⇒ France : la guerre en Ukraine inquiète les chefs d'entreprise	5
⇒ Zone euro : les prémisses d'un ralentissement constraint de l'activité	6
⇒ Allemagne : l'indice des affaires marque le pas sur fond de guerre en Ukraine	6
⇒ Italie : le décret énergie pour contrer la hausse des prix du gaz	7
⇒ Espagne : le PIB du T4 révisé à la hausse	8
⇒ Royaume-Uni : L'inflation atteint 6,2% en février. Nouvelles révisions à la hausse de nos prévisions	10
⇒ Royaume-Uni : « Discours de printemps » du chancelier : soutien insuffisant au pouvoir d'achat des ménages	11
⇒ Chine : où en est l'internationalisation du yuan ?	13
⇒ Arabie : des échanges commerciaux bilatéraux en yuans avec la Chine ? La fin du pétrodollar ?	15
⇒ Égypte : troisième plan FMI en six ans	15
⇒ Asie centrale : la seconde mort de l'URSS	17

Pour quelques roubles de plus

Vladimir Poutine a surpris les marchés mercredi en annonçant que les exportations de gaz vers les pays « hostiles » devraient désormais être réglées en roubles. Parmi les pays hostiles, figurent les pays ayant pris des sanctions économiques à l'encontre de la Russie suite à l'invasion de l'Ukraine. On retrouve notamment sur cette liste, les États-Unis et l'ensemble de l'Union européenne. Le président russe a également menacé d'étendre cette mesure à d'autres exportations.

Cette décision est difficile à interpréter. Les sanctions à l'encontre de la Russie compliquent déjà les opérations en roubles et les exportateurs russes étaient déjà contraints de convertir 80% de leurs revenus en devises contre des roubles afin de contrer les sanctions occidentales. La mesure va gêner la capacité à payer des importateurs contraints de se procurer des roubles et permet aux autorités de contrôler les transactions externes. Comme ce n'est pas une devise détenue par les non-résidents, les importateurs « hostiles » devront certainement passer directement par la banque centrale et les exportateurs russes ne pourront plus détenir les 20% de recettes en devises qu'ils pouvaient auparavant conserver. La mise en pratique de la décision de Vladimir Poutine semble en outre compliquée ; le président russe a d'ailleurs donné une semaine à la banque centrale pour mettre en place un système de paiement adapté.

Quoi qu'il en soit, cette décision a été interprétée comme visant à soutenir le rouble. Ce dernier s'est apprécié de plus de 6% par rapport à l'euro sur la semaine et au dollar tout en restant inférieur de 25% à son cours du 23 février, à la veille de l'invasion de l'Ukraine. Les prix du gaz naturel et du pétrole ont bondi dans la journée de mercredi avant de reculer dans la journée de jeudi. Sur une semaine, le prix du baril de Brent augmente tout de même d'environ 10% à 118 USD.

Cette annonce a donc renforcé les pressions inflationnistes (déjà avérées et encore redoutées) sur les prix de l'énergie. Malgré les probables répercussions négatives du conflit et de l'inflation sur la demande, depuis le mois de mars, les grandes banques centrales occidentales ont d'ailleurs confirmé leur volonté de resserrer progressivement leurs politiques monétaires malgré les probables répercussions négatives du conflit et des pressions inflationnistes sur la demande. Aux États-Unis et au Royaume-Uni, les hausses de taux vont se poursuivre au cours des prochains mois, avec une possible hausse de 50 pb du *Fed Funds Rate* au mois de mai. En Europe, la BCE met fin à son programme d'achats d'actifs d'urgence déclenché pour faire face à la pandémie de Covid-19 au mois de mars (PEPP) et prévoit dans un premier temps de mettre graduellement fin à ses achats d'actifs (APP).

Par ailleurs, les premières conséquences du conflit sur l'activité sont observables dans les enquêtes de conjoncture. Au mois de mars, les indices PMI sont en nette baisse dans le secteur manufacturier en Europe. Selon ces données d'enquête, le ralentissement de la croissance économique perçu par les chefs d'entreprise est notamment dû à une nette hausse du coût des matières premières et intermédiaires. L'activité manufacturière semble plus favorablement orientée aux États-Unis.

Malgré une demande susceptible de ralentir, poussés par des pressions inflationnistes fortes et une politique monétaire moins accommodante dans les mois à venir, les taux ont été orientés à la hausse cette semaine. Le taux des *treasuries* américains est en hausse de 22 points de base (pb) sur une semaine et 86pb sur les trois premiers mois de l'année à 2,4%. En Europe, le rendement du Bund à 10 ans augmente également de 14bp sur la semaine et atteint 0,5% (+69pb depuis le début de l'année). Des hausses comparables affectent les obligations à 10 ans françaises et italiennes puisque les *spreads* avec le Bund sont stables sur la semaine à, respectivement, 37 pb et 151 pb.

Sur les marchés actions, l'attentisme semblait de mise cette semaine et les marchés ont été moins volatils qu'au cours des semaines précédentes. Alors que les prix de l'énergie sont en nette hausse, les investisseurs pourraient attendre les conclusions de la rencontre entre Joe Biden et les dirigeants européens ce vendredi, qui a pour objectif de réduire la dépendance des pays européens aux importations de gaz naturel en provenance de Russie, les États-Unis proposant d'augmenter leurs approvisionnements en GNL (Gaz naturel liquéfié). L'Eurostoxx 50 et le CAC 40 sont en recul de 0,8% sur la semaine, plombés notamment par la forte baisse du cours des entreprises fortement implantées en Russie et annonçant à tour de rôle l'arrêt de leurs opérations dans le pays. Aux États-Unis, le S&P 500 progresse en revanche de 1,3% sur les sept derniers jours.

Éditorial

👉 Ne pas hâter les récits géopolitiques

À ce jour, nous ne sommes pas en guerre militaire ouverte avec la Russie, bien qu'à la limite de la co-belligérance. En revanche, nous sommes en guerre économique, en cyber-guerre, en guerre de normes, en guerre de valeurs et malheureusement à la limite de la guerre culturelle.

Or, chacun de ces domaines d'affrontement a non seulement une temporalité qui lui est propre – par exemple, la guerre économique continuera à se dérouler même si un règlement du conflit militaire se dessinait – mais aussi des espaces d'incertitude et d'insécurité bien spécifiques. En fait, LES guerres impactent la perception et la structure de nos risques, dans le temps comme dans l'espace. De nouveaux interdits apparaissent, de nouvelles primes de risque s'inscrivent dans les prix et les taux. Que cela se voie ou non, que cela soit brutal ou non, elles impactent donc aussi la stratégie des investisseurs dans le monde, à court, moyen et long terme. On ne doit plus parler de « choc » géopolitique, ce qui impliquerait de façon inconsciente un retour à la normale, mais d'un changement d'univers de risques, et d'un changement de paradigme. Les chocs sont la règle et non plus l'exception.

Le triangle d'un nouvel espace d'investissements et de risques

Dit autrement : ces guerres sont en train de redessiner nos espaces d'investissement, mais aussi nos espaces de sécurité économique et financière. D'ailleurs, la guerre russo-ukrainienne ne fait qu'accélérer une tendance : en fait, la réflexion sur les espaces d'investissement et les valeurs refuges se déploie depuis la guerre commerciale des États-Unis avec la Chine, qui a pointé l'inévitableté d'un découplage technologique dans les secteurs et les zones les plus stratégiques – c'est-à-dire les plus « porteurs de puissance ». Cela prend différentes formes : sanctions côté américain, autocensure des investisseurs, interdiction pour les entreprises chinoises de se développer aux États-Unis, etc. Le coup était donc déjà donné à l'hyper-globalisation, en imposant une redéfinition des chaînes de valeur, impératif que le Covid et la transition climatique avaient renforcés. La guerre russo-ukrainienne accélère et rend visible tout cela, et elle s'annonce, quoi qu'il en soit, comme un nouveau grand moteur de déglobalisation.

Cependant, même accélérée, même « conscientisée », cette redéfinition des espaces de risques et d'opportunité est loin d'être achevée. Cela va prendre plusieurs années. À court terme, l'interdit russe a certes été vite acté, et ce qui ne paraissait pas possible en termes d'investissement (la sortie du R des BRIC) l'est devenu en quelques semaines. Ce retournement a été d'autant plus vite acté par les investisseurs que le risque de réputation et la

puissance des réseaux sociaux s'en sont mêlés. En fait, le retrait massif de la Russie est certes lié aux sanctions mais aussi à la crainte du risque d'image, dans une période où toutes les entreprises cherchent à intégrer une nouvelle logique d'investissement responsable – qui seule, répondra aux aspirations des générations futures. Les droits de l'Homme, que bafoue brutalement ce conflit, étaient, de toute façon, déjà à l'œuvre pour restructurer les stratégies des entreprises occidentales, mais l'irruption d'un discours perçu comme néo-totalitaire, en créant un choc cognitif collectif, n'a fait qu'accélérer les choses. Cela dit, le Covid nous avait préparés à cette situation, non seulement en élargissant les frontières mentales du possible, mais aussi en incitant les entreprises à s'auto-saisir de questions éthiques.

Géopolitique, climat et exigences éthiques s'annoncent donc, désormais, comme les architectes du nouveau triangle de nos possibles. Mais, soyons clairs, cela va réduire la surface utilisable d'investissements. Certains arbitrages risquent d'être douloureux.

Nos contraintes géopolitiques partiront du Grand Jeu

Concrètement, comment intégrer la géopolitique dans nos évaluations du risque, dans nos stratégies et les prises de décision qui en découlent ? C'est LA question qui va courir dans les années à venir et elle est complexe. Elle devra s'articuler autour d'un point de méthode important : il faudra réfléchir en partant du long terme, c'est-à-dire des fondamentaux les plus structurants et les plus durables des relations entre les États, pour comprendre comment ils se déclinent ensuite, secteur par secteur, activité par activité, homme politique par homme politique, chef d'entreprise par chef d'entreprise, etc.

Rappelons également que la tendance géopolitique de long terme, ce n'est pas l'événement de risque lui-même, confusion que font systématiquement les marchés, qui ont tendance, par voie de conséquence, à surestimer le risque à court terme et à sous-estimer le risque à long terme. Exemple : la volatilité est au plus haut à chaque élection américaine, mais retombe vite, comme si un seul mandat pouvait résoudre la polarisation politique profonde d'une société... L'événement fait donc effet de loupe par rapport à la tendance, et la confusion reste permanente, et très répandue, sur la nature même d'*« un risque géopolitique »* ou d'une tension géopolitique. Cette confusion condamne depuis quelques années les marchés financiers à l'incompréhension de ce qui se passe et au yoyo de la volatilité d'anticipations perdues entre le moment et le cycle.

Si l'on applique un instant à la situation présente ce principe d'analyse *top-down*, notre futur espace d'investissement se présente donc, avant toute chose, comme fonction d'une hypothèse sur le scénario géopolitique global de long terme : guerre froide, rideau de fer étanche ou pas, monde multipolaire, etc. C'est le point de départ de toute réflexion stratégique. Autre certitude : ce point de départ prendra sa source au cœur du jeu des grandes puissances, auquel se soumettront les puissances secondaires. Ce que l'on appelle la Grande Stratégie, et il semble bien qu'elle sera marquée par trois grandes lignes. D'une part, l'affrontement États-Unis/Chine, qui était, et doit rester, notre cadre de pensée sous-jacent. D'autre part, il est peu probable que le scénario à venir soit le cycle d'un seul hégémon. La Chine est pour l'instant trop accaparée par ses problèmes domestiques (Covid, ralentissement de la croissance, crise immobilière, reconduite de Xi au pouvoir) et les États-Unis peuvent, au mieux, prendre le leadership d'alliances. Le grand scénario qui s'annonce est plus probablement un scénario de blocs, mais lesquels ? La situation est très fluide et beaucoup d'alliances inattendues peuvent apparaître. Le troisième point sera donc très important pour définir ce périmètre des alliances : le positionnement de tous les pays et de tous les acteurs vis-à-vis des États-Unis, de la Chine, mais aussi d'une Russie affaiblie, dont le nouveau triste rôle de paria de l'Occident servira néanmoins à départager les acteurs.

Accepter l'incertitude

L'étape suivante reste la plus difficile : il faut choisir le scénario. Guerre froide ? Monde en îles ? Logiques impériales ? Fragmentation globale ? Sur chaque hypothèse, soyons conscient que chacun va déployer ses méthodes de prospective mais aussi ses propres biais de personnalité, d'histoire, de formation ou tout simplement de nationalité. Des biais et des points aveugles, qui sont d'autant plus

puissants que l'incertitude est forte : revoilà les fameux « esprits animaux » de Keynes, qui prennent la main de nos choix en période d'incertitude radicale... Par ailleurs, ces biais nous conduisent souvent, sans le savoir, à aller trop loin, et surtout trop vite, dans le récit et les certitudes. Le grand scénario global ne doit pas être écrit trop tôt, au risque, sinon, de provoquer de graves erreurs d'investissement.

De fait, aujourd'hui, la géopolitique est en marche mais rien n'est stable et la probabilité des différents scénarios est à peu près égale, en fonction des événements, et notamment des événements militaires. Le fameux brouillard de la guerre de Clausewitz. L'équilibre géopolitique international est bel et bien rompu, mais il l'était déjà avant la guerre russo-ukrainienne. En fait, c'est un mouvement très dialectique : la guerre actuelle rebat les cartes mais elle a lieu aussi parce que le jeu était déjà désorganisé et que les acteurs les moins adverses au risque militaire comprennent cela plus vite que les démocraties. En effet, la rupture d'équilibre global crée des effets d'opportunités pour les puissances à visées impériales et elle ravive de nombreux conflits locaux qui semblaient gelés. On en avait déjà eu les signaux en Turquie, en Azerbaïdjan, en Inde, etc.

Quant aux causes de rupture de cet équilibre, si l'on s'autorise à résumer de gros ouvrages de sciences politiques en deux mots, disons simplement que la puissance hégémonique (les États-Unis dans le cycle que nous vivons) n'est plus capable d'assurer la stabilité et la sécurité du système global et qu'elle perd alors sa légitimité, entraînant une phase dite de récession géopolitique – à savoir une déconcentration des pouvoirs et des équilibres à tous les niveaux. Nous sommes dans cette période, elle va durer, et si la guerre russo-ukrainienne est un des plus terrifiants avatars de la récession géopolitique globale, elle n'en est malheureusement pas le seul.

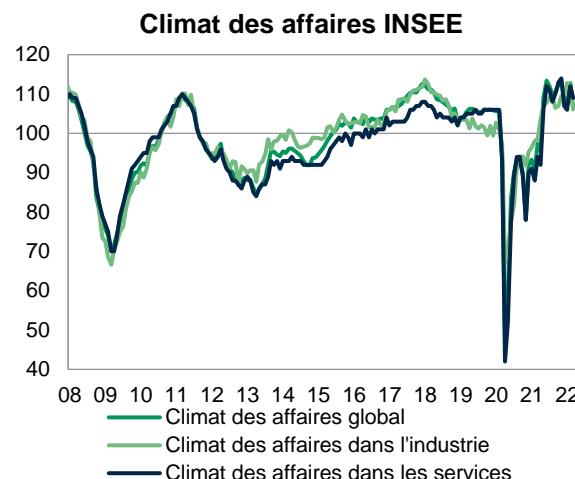
Zone euro

France : la guerre en Ukraine inquiète les chefs d'entreprise

Le climat des affaires en France recule nettement au mois de mars. À 107, l'indice perd 6 points par rapport au mois de février, un niveau toujours élevé et supérieur à sa moyenne historique (100). L'invasion de l'Ukraine par la Russie inquiète les entreprises, à la fois à cause de ses effets négatifs pour la demande, mais également à cause de ses conséquences inflationnistes.

Dans l'industrie manufacturière, le climat des affaires recule de 6 points à 106. En détail, l'évolution prévue des prix de vente augmente et atteint un sommet historique (depuis 1990 et le début de l'existence de cette série), l'incertitude économique ressentie augmente également tandis que les soldes d'opinion sur les carnets de commandes et les perspectives de production sont en nette baisse. Si le climat des affaires se dégrade dans tous les sous-secteurs de l'industrie manufacturière, la baisse est particulièrement marquée dans l'industrie automobile avec un recul de 16 points. La Russie est en effet un exportateur important de métaux et notamment de nickel, utilisé pour la production des batteries des voitures électriques. Les tensions sur certains métaux, aluminium, cuivre, plomb, fer, palladium, et sur l'énergie affectent de nombreux secteurs industriels.

Dans les services, le climat des affaires est également en baisse, l'indice perd 3 points pour atteindre 109. Là aussi, le solde d'opinion sur l'activité prévue est en nette baisse et l'incertitude est en hausse. Notons également la forte baisse du climat des affaires dans le commerce et la réparation automobile qui confirme à la fois les perturbations sur les chaînes de production automobile mais également une probable baisse de la demande induite par la hausse du prix du carburant et les inquiétudes des consommateurs.



Source : Insee, Crédit Agricole SA ECO

Les signaux transmis par les enquêtes PMI d'IHS Markit sont à première vue légèrement différents. Dans l'industrie manufacturière, l'indice perd 2,4 points à 54,8 mais reste en zone d'expansion de l'activité (au-dessus de 50), un message relativement similaire à celui du climat des affaires de l'Insee. En revanche, dans les services, l'indice PMI progresse de deux points à 57,4. Un résultat surprenant compte tenu du déclenchement du conflit en Ukraine, il y a un mois. En réalité, le détail des soldes d'opinion composant l'indice montre que l'amélioration du PMI des services est principalement due à une activité dynamique au mois de mars, tandis que le prix des consommations intermédiaires est en nette hausse et que les perspectives d'activité sont en baisse.

Nous retiendrons également que quel que soit le secteur (industrie ou services) et l'origine de l'enquête (Insee ou PMI), le climat de l'emploi reste favorablement orienté et ne connaît pas de dégradation malgré la hausse de l'incertitude au mois de mars.

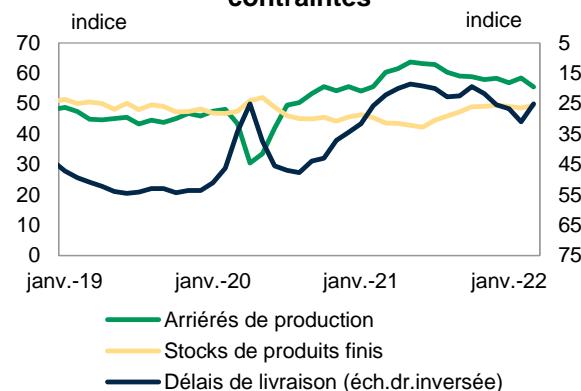
 **Notre opinion** – Alors que l'impact direct du conflit en Ukraine sur le commerce extérieur français devrait être limité, la Russie ne représentant qu'1% des exportations françaises, la guerre risque surtout d'entraîner une baisse de la confiance des agents due en premier lieu à la hausse des prix des matières premières et de l'énergie mais également à une augmentation de l'incertitude. Les premières enquêtes du climat des affaires confirment ces intuitions, avec une industrie particulièrement affectée et une hausse des coûts de production ressentie dans l'ensemble des secteurs. Au cours des prochains mois, nous anticipons d'ailleurs une nouvelle hausse de prix à la consommation avec une inflation qui s'est élevée à 3,6% en glissement annuel au mois de février et pourrait culminer autour de 4,5% pendant l'été. Nous verrons également si le « plan de résilience » mis en place par le gouvernement permet d'atténuer les craintes des agents. Au-delà du blocage des prix du gaz et de l'électricité, le gouvernement va accorder un rabais de 15ct/L sur les carburants à partir du 1^{er} avril et pour une période d'au moins quatre mois. En outre, les entreprises des secteurs très énergivores vont bénéficier d'un remboursement par l'État à hauteur de 50% du surcoût induit par la hausse des prix de l'énergie, d'autres mesures ciblées en faveur des éleveurs et des pêcheurs notamment ont également été mises en place.

Zone euro : les prémisses d'un ralentissement contraint de l'activité

L'indice composite d'activité a reculé de 0,9 point en zone euro pour atteindre 54,5 points au mois de mars. Ce tassement du rythme d'expansion de l'activité reflète les premiers effets de la guerre menée par la Russie en Ukraine sur l'économie de la zone. Les indices d'activité industrielle et de services ont tous les deux fléchi respectivement à 57 points (-1,1 pt sur le mois) et 54,8 pts (-0,6 pt sur le mois) mais demeurent néanmoins en zone d'expansion. Toutefois, plusieurs signes de détérioration à venir sont déjà visibles. Les exportations sont repassées en zone de contraction pour la première fois depuis novembre 2020 et le prix des produits entrants ainsi que les prix en sortie de production ont atteint leur plus haut niveau historique, reflétant l'impact de la hausse des matières premières. De plus, les contraintes portant sur la production pourraient de nouveau s'accentuer avec le conflit. En effet, le délai des livraisons remonte à son plus haut niveau depuis cinq mois et les arriérés de production sont au plus bas depuis un an. La ventilation par pays signale un tassement de

la croissance de l'activité en Allemagne, à la fois dans l'industrie et les services, tandis qu'en France celle-ci se renforce sous l'effet de l'accélération des services qui compense le ralentissement industriel.

Manufacture : le retour des contraintes



Sources : Markit PMI, Crédit Agricole S.A.

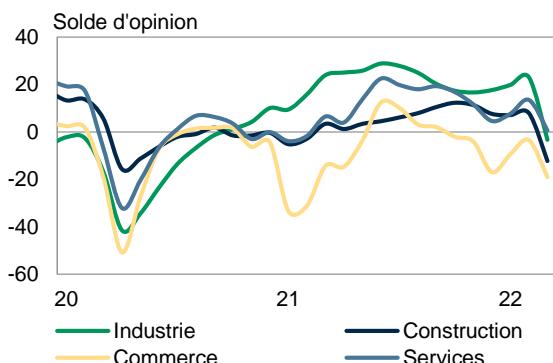
 **Notre opinion** – Les enquêtes d'activité révèlent les premiers signes d'un ralentissement de la croissance de la zone euro au mois de mars en dépit d'une activité toujours en expansion. Les pressions inflationnistes se font plus fortes en raison des risques de pénuries, provoquées par la guerre menée par la Russie en Ukraine. La baisse de pouvoir d'achat résultant de cette hausse des prix se matérialise au travers d'une demande en ralentissement mais pour l'instant limitée. L'effet positif du desserrement des contraintes sanitaires est gommé par ce ralentissement de la demande. Une dégradation prolongée de ces tensions et surtout le risque d'escalade dans la guerre en Ukraine viendront inévitablement peser fortement sur la croissance de la zone en raison de la dépendance élevée des pays de l'Union au pétrole et gaz russe. La ruée vers des fournisseurs alternatifs risque d'accentuer davantage l'inflation sur l'énergie durant l'été.

Allemagne : l'indice des affaires marque le pas sur fond de guerre en Ukraine

Après la forte dégradation du moral des investisseurs allemands la semaine dernière, c'est au tour de l'évaluation du climat des affaires de montrer leurs premiers signes d'inquiétudes quant à l'évolution de la croissance dans ce contexte de guerre aux portes de l'Europe. L'indice Ifo du climat des affaires a plongé à 90,8 points (-7,7 points sur le mois) en raison des inquiétudes importantes des effets de la guerre sur l'activité allemande. Les anticipations à six mois ont notamment chuté brutalement (-13,3 points sur le mois), au-delà du choc enregistré en mars 2020 lors de l'épidémie du coronavirus. Les indices du climat des affaires par secteurs affichent tous un pessimisme important que ce soit dans l'industrie, la construction, la vente au détail ou de gros. La contraction des attentes des entreprises en termes de croissance dans les prochains mois est très nette, notamment dans l'industrie qui passe de l'optimisme en février à un pessimisme prononcé au mois de mars. Les

anticipations dans les services accusent également un recul significatif mais la situation actuelle est néanmoins jugée encore très positive.

Allemagne : climat des affaires par secteurs



Sources : Ifo, Crédit Agricole S.A.

 **Notre opinion** – Les entreprises allemandes voient leurs perspectives économiques nettement s'assombrir en raison de la guerre en Ukraine. Les contraintes d'approvisionnement déjà existantes s'intensifient avec le conflit et le prix de certaines matières premières explosent, mettant à mal les coûts et

faisant craindre la paralysie de certaines activités industrielles. L'incertitude sur les perspectives à venir a nettement augmenté suggérant un risque de ralentissement de la croissance dans les prochains mois.

☞ Italie : le décret énergie pour contrer la hausse des prix du gaz

Lors du Conseil des ministres du 18 mars, le gouvernement a annoncé un ensemble de nouvelles mesures visant à faire face à la hausse des prix de l'énergie. Les mesures concernent quatre domaines d'intervention : la maîtrise de l'augmentation des prix de l'énergie et des carburants, un ensemble de mesures relatives au prix de l'énergie, la poursuite du soutien aux entreprises et des mesures de sauvegarde pour les entreprises nationales. Elles devraient atteindre 4,4 milliards d'euros, qui s'ajoutent aux 16 milliards d'euros de mesures déjà mises en place lors des précédents décrets.

Afin de résister à la hausse du coût des carburants, le gouvernement entend mettre en place une réduction des droits d'accise sur une période de 30 jours à hauteur de 25 centimes d'euros par litre à laquelle s'ajoute une remise de TVA (22%). Les baisses devraient permettre une réduction du prix à la pompe de 30,5 centimes. En ce qui concerne le GPL, les droits d'accise diminuent de 8,5 centimes, cumulés au retrait de la TVA, soit une réduction de 10,37 centimes. Le total de la mesure est estimé à 588,25 millions d'euros pour l'année 2022 et à 30,78 millions d'euros pour l'année 2024.

Ce volet comprend également une rémunération en nature, sous forme de bons d'essence de 200 euros par travailleur, dont les salariés des entreprises privées devraient pouvoir bénéficier sans que cela ne soit assimilé à une hausse de revenus. L'attribution des bons d'essence est déterminée par l'entreprise. Le coût de cette mesure est évalué à 9,9 millions d'euros pour l'année 2022 et 0,9 million d'euros pour l'année 2023.

Les mesures relatives au prix de l'énergie comprennent, en ce qui concerne les entreprises, une extension du crédit d'impôt pour l'achat d'électricité et de gaz au deuxième trimestre de 2022. Pour les entreprises à faible consommation, le crédit d'impôt transférable couvrirait de 12% à 20% des dépenses engagées lorsque l'augmentation du coût par kWh supportée par l'entreprise est supérieure de 30% au prix constaté au même trimestre de 2019. Pour les entreprises énergivores, les seuils de couverture établis lors du précédent décret (DI 17/2020) ont été étendus de 20% à 25% pour les entreprises à forte consommation en électricité et de 15% à 20% pour les entreprises à forte consommation en gaz naturel. L'ensemble de la mesure est évaluée à 1,5 Md euros pour l'année 2022.

Outre ces mesures de soutien, le gouvernement entend favoriser la liquidité des entreprises. Il permet notamment le paiement échelonné de leurs factures de consommation d'énergie pour les mois

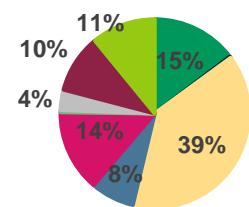
de mai et juin 2022 avec un nombre de mensualités qui peut s'étaler jusqu'à 24. Les fournisseurs d'électricité et de gaz naturel pourront quant à eux bénéficier d'une garantie de la Sace à hauteur de 9 milliards d'euros pour répondre aux prêts découlant de ces avances. La Sace pourra également émettre des garanties pour les prêts destinés aux industries d'intérêt stratégique à forte exposition au prix de l'énergie qui couvrent 90% du montant du prêt accordé.

Un soutien particulier devrait être dédié au transport de marchandises pour un total de 550 millions d'euros dont 500 millions seront alloués à un fonds dont les modalités d'attribution n'ont pas été encore révélées. Le restant est réparti entre les financements des Ferrobonus et Marebonus (incitation à l'inter-mobilité) et à un fonds de remboursement des péages autoroutiers (15 millions). En outre, le décret comprend l'inclusion dans les contrats de transport d'une clause d'ajustement des compensations pour tenir compte de l'augmentation du prix des carburants.

En ce qui concerne le soutien aux familles, le plafond d'éligibilité à la prime sociale énergétique a été relevé à 12 000 euros (ISEE) contre 8 625 euros. Cela devrait permettre à plus de 5 millions de familles, soit environ 1,2 million de plus, de bénéficier d'une aide pour le paiement des factures énergétiques. Le coût total de la mesure est de 102,8 millions d'euros pour 2022.

Enfin, des mesures dédiées à certains secteurs mis en difficulté par le coût de l'énergie, tels que le tourisme (15 millions de crédit d'impôt sur les taxes locales) ou encore le secteur agricole (crédit d'impôt pour l'achat de carburant de 20%).

Mesures du décret énergie



- Droits d'accise
- Bons d'essence
- Crédits d'impôt entreprises
- Renforcement du fond de garantie SACE
- Transport routier
- Tourisme
- Secteur agricole
- Aide aux réfugiés
- Autres

Source : Journal officiel; Crédit Agricole S.A.

Notre opinion – Le nouveau package de soutien d'une valeur de 4,4 milliards d'euros devrait s'ajouter aux 16 milliards déjà alloués lors des trois derniers trimestres. Pour autant, le gouvernement ne prévoit pas de déviation budgétaire et maintient son objectif de déficit à 5,7% du PIB inscrit dans la loi de finances. Alors que les précédentes interventions avaient été financées sur des fonds déjà existants, favorisés par une meilleure performance des recettes et l'effet inflation, le gouvernement entend compenser ses nouvelles mesures par la mise en place d'une nouvelle taxe sur les entreprises énergétiques. Cette contribution extraordinaire de 10% visera les profits des entreprises de gaz et d'électricité (producteurs et fournisseurs) dont les profits dépassent 5 millions d'euros et avec une augmentation supérieure à 10%. La situation budgétaire de l'Italie au sortir de la crise du Covid reste fragile. Le poids de la dette pandémique sur les finances publiques, bien qu'il ait été en partie compensé par les bonnes performances économiques de 2021, laisse peu de marges de manœuvre au gouvernement qui appelle de plus en plus à une réponse européenne. Pour le moment, il parvient en dépit des demandes de la majorité à limiter l'impact des mesures de soutien sur les finances publiques, se laissant des marges de manœuvre ultérieures. Ces dernières restent nécessaires au vue des incertitudes d'autant que, outre la hausse des prix, le pays est davantage vulnérable du fait de son mix énergétique à un arrêt des approvisionnements.

Espagne : le PIB du T4 révisé à la hausse

Selon la dernière estimation, l'économie espagnole a connu une croissance de 5,1% en 2021 (+0,1% par rapport à celle avancée en janvier par l'INE). La croissance du T1 et T4 a été révisée à la hausse par rapport à la première estimation et a plus que compensé la révision à la baisse du T2.

La reprise de l'économie s'est poursuivie au cours du dernier trimestre de l'année. Cependant, malgré la révision à la hausse de la croissance du PIB à 2,2% au T4, l'économie a connu une croissance moins forte qu'au T3 (+2,6%). La croissance provient de la consommation, de l'investissement (avec une contribution fortement révisée à la baisse de 4,9% à 3,1%) et des échanges extérieurs.

En ce qui concerne la demande domestique, l'investissement, malgré la révision à la baisse de sa croissance, a enregistré une croissance positive de toutes ses composantes, à la seule exception de la construction de logements, qui a diminué de 1,5% sur le trimestre (contre + 0,4% dans l'estimation de janvier). La consommation privée a subi une forte révision à la hausse, passant d'une croissance négative (-1,2%) à une augmentation de 1,4%. En revanche, celle des administrations publiques a été révisée à la baisse, avec un recul de 1,6%, soit pour le premier trimestre une croissance négative après une croissance quasi ininterrompue depuis 2014. En ce qui concerne les échanges extérieurs, la

croissance des exportations et des importations a augmenté, maintenant stable leur contribution conjointe à la croissance du PIB (positive, de 1%). Les exportations sont tirées par les services, à la fois touristiques et non-touristiques. On observe la révision à la baisse de la croissance des services touristiques, qui se situe à 86% de son niveau du T4 2019 contre 98% dans la première estimation.

Au T4 2021, la consommation publique, les investissements en biens d'équipement, les importations de biens et les exportations de biens et de services non touristiques ont été les seules composantes de la demande à dépasser le niveau pré-pandémique.

Du côté de l'offre, l'activité a augmenté dans tous les secteurs, mais sans atteindre les niveaux pré-pandémiques, sauf dans les secteurs de l'administration publique, de la santé et de l'éducation. La construction, privée des fonds EU jusqu'à maintenant en raison des délais de mise en place du plan de relance espagnol, est toujours inférieure de 13% au niveau du T4 2019. Quant à son évolution en 2022, elle sera fortement conditionnée par les tensions géopolitiques dérivées de la guerre en Ukraine, la hausse intense des prix et les problèmes d'approvisionnement en matières premières.

Notre opinion – Les derniers indicateurs mensuels n'ont pas encore intégré l'impact de la crise, mais nous nous attendons à une détérioration rapide de la confiance des ménages et des entreprises. Les indicateurs avancés de janvier et février suggèrent que la croissance économique est probablement restée solide au premier trimestre. Les données sur l'emploi continuent de montrer une forte reprise du marché du travail et la grande quantité d'épargne accumulée permettra une croissance de la consommation et du PIB cette année. Pourtant, l'impact sur les revenus réels de la poussée de l'inflation et un impact probable sur la confiance des consommateurs signifient que les risques sont maintenant clairement orientés à la baisse.

L'inflation a atteint 7,6% en février, son niveau le plus élevé depuis plus de trois décennies, sous l'effet de la flambée des prix de l'énergie (l'Espagne importe environ 68% de l'énergie qu'elle consomme). Les pressions sur les prix se répercutent également sur l'inflation sous-jacente, qui continue d'augmenter progressivement et devrait passer au-dessus de 3% dans les mois à venir. Notre prévision de PIB a été révisée à la baisse à +5,5% en 2022 (de +6% en décembre 2021) pour tenir compte de la baisse de pouvoir d'achat induite par une inflation annuelle estimée à 7% en 2022 ainsi que des arrêts de production attendus

dans le secteur automobile (12% de la valeur ajoutée industrielle). Pour l'instant, le gouvernement a mis en place une série d'amortisseurs fiscaux pour contenir l'impact du prix de l'électricité sur le pouvoir d'achat, avec de faibles résultats. Un paquet plus robuste est attendu dans les deux semaines qui viennent.

Royaume-Uni

L'inflation atteint 6,2% en février. Nouvelles révisions à la hausse de nos prévisions

Le taux d'inflation des prix à la consommation (indice CPI) a atteint 6,2% sur un an au mois de février (contre 5,5% au mois de janvier), un plus haut depuis 1992. L'indice enregistre une variation de 0,8% sur le mois, la plus forte variation mensuelle pour un mois de février depuis 2009. L'inflation sous-jacente a atteint 5,2%, contre 4,4% en janvier. Ces chiffres ont été de nouveau supérieurs aux anticipations du consensus (6% et 5% respectivement pour le CPI et CPI sous-jacent ; Crédit Agricole : 6,1% et 5,1%).

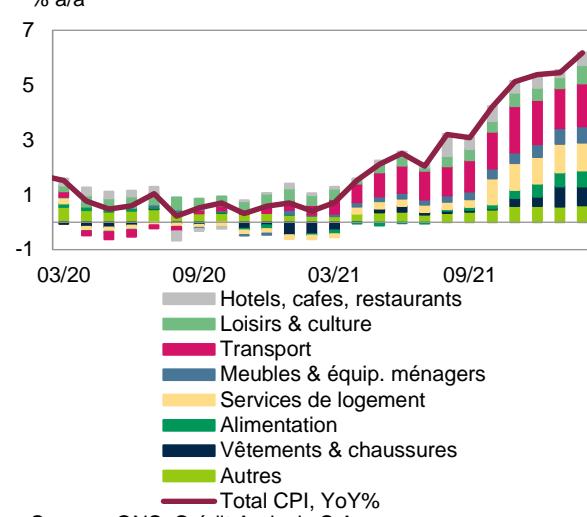
La hausse du taux d'inflation entre janvier et février, 0,7 point de pourcentage (pp), s'explique principalement par les loisirs et la culture (0,25 pp), en raison d'une hausse des prix des jeux électroniques, par les prix des vêtements et des chaussures (0,17 pp) et dans une moindre mesure par les prix des produits alimentaires (0,09 pp) et des meubles et équipements ménagers (0,08).

Toutes les composantes contribuent positivement au taux d'inflation (cf. graphique). La plus forte contribution demeure celle de la composante relative au transport, 1,57 point de pourcentage, essentiellement en raison de la hausse des prix de l'essence mais aussi des voitures d'occasion. Elle est suivie par les services au logement (1 pp) en raison de la hausse des prix du gaz et de l'électricité. D'autres postes qui contribuent fortement aux taux d'inflation sont les vêtements et les chaussures (0,68 pp), les loisirs et la culture (0,67), les meubles et équipements ménagers (0,59), les produits

alimentaires (0,58 pp) et les restaurants et les hôtels (0,45).

Enfin, le taux d'inflation des biens a atteint 8,3%, après 7,2% en janvier, un nouveau record depuis le début de la série en 1997, avec une inflation énergie à 22,7% et une inflation des biens industriels hors énergie à 9,7%. L'inflation dans les services, quant à elle, progresse à 3,5%, un plus haut depuis mai 2013, en raison d'une accélération des services de transport (à 5,1% contre 4,5% en janvier), des services de loisirs (5,2% contre 4,4% en janvier) et des services divers (6,2% contre 5,5% en janvier).

R-U : inflation CPI



 **Notre opinion** – Les pressions inflationnistes sont généralisées, trouvant leur source à la fois dans des facteurs globaux (hausse des prix de l'énergie et des matières premières, tensions sur les chaînes d'approvisionnement mondiales, hausse des prix des biens industriels) et dans des facteurs domestiques, notamment le manque de capacités non utilisées sur le marché du travail et les tensions sur les salaires.

Nous avons révisé significativement nos prévisions d'inflation, d'une part en raison du choc de la guerre en Ukraine sur les marchés globaux des matières premières et, d'autre part, en raison des pressions inflationnistes domestiques qui devraient rester vigoureuses à court terme. Nous anticipons une inflation CPI à 7,4% en moyenne annuelle en 2022 et 4,2% en 2023 (contre 5,3% et 2,6% anticipé début janvier), et 5,9% et 3,8% respectivement pour le CPI sous-jacent (contre 4,2% et 2,5% précédemment).

Le premier facteur soutenant ces changements sont les implications de la guerre en Ukraine sur les prix des matières premières, notamment l'énergie, et les biens industriels en général. L'économie britannique a une faible intensité énergétique, les services représentant 80% de son PIB. Mais le gaz et le pétrole constituent une grande partie de la consommation d'énergie du pays (76% contre 57% pour la moyenne européenne). Les ménages, par exemple, se chauffent principalement au gaz (80% de ménages). Bien que producteur de gaz et de pétrole, le Royaume-Uni est importateur net de ces matières premières. Il importe du gaz essentiellement depuis la Norvège. La Russie ne représente que 4% de sa demande totale de gaz (il s'agit de gaz naturel liquéfié) et 8% de sa demande de pétrole (les importations de pétrole depuis la Russie occupent la troisième place après celles depuis la Norvège et les États-Unis). Le Royaume-Uni est donc exposé aux variations des cours de ces matières sur les marchés globaux. De plus, dans un contexte où les pays européens souhaitent réduire leur dépendance aux importations d'énergie provenant de Russie, et sachant que la Norvège opère déjà au maximum de sa production, le Royaume-Uni est exposé au risque de

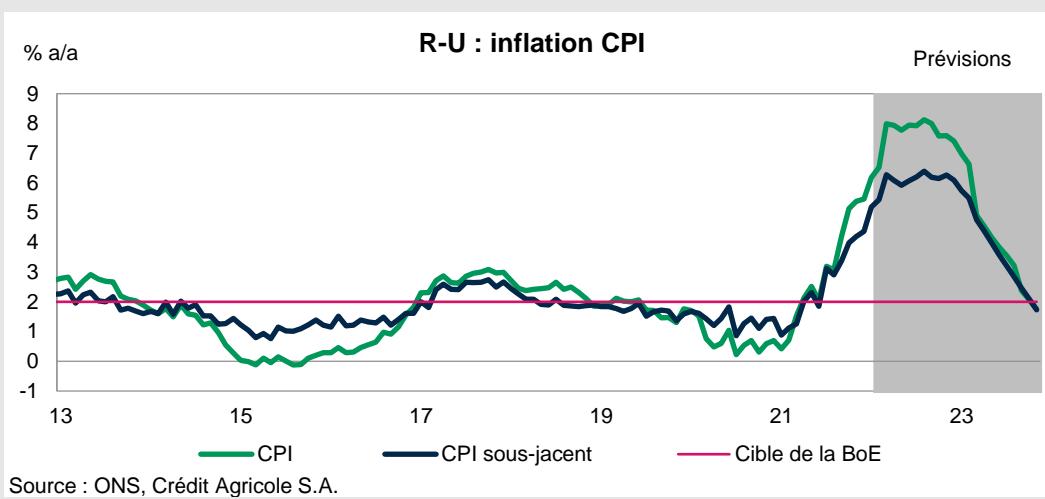
changement de la dynamique des flux en provenance de ses principaux fournisseurs et à d'éventuelles pénuries d'offre.

Nous nous attendons à un taux d'inflation à 8% en avril ainsi qu'en moyenne au deuxième et troisième trimestres, soit une révision de près de 2 points de pourcentage par rapport à nos prévisions de janvier. Avant l'invasion russe en Ukraine, le pic de l'inflation était attendu en avril car le régulateur des prix de gaz et d'électricité Ofgem allait à ce moment-là augmenter ses tarifs d'énergie de 54% sur un an. Le pic est à présent anticipé en octobre prochain (8,2% dans nos prévisions), lorsque Ofgem devrait procéder à une nouvelle hausse de ses plafonds de prix en fonction de l'évolution des futures du gaz sur les marchés financiers. Nous faisons l'hypothèse d'une hausse de 20% de ses plafonds en octobre prochain, une hypothèse entourée de risques haussiers.

En plus de l'énergie, l'invasion russe en Ukraine a des répercussions sur un grand nombre de métaux et de matières premières agricoles qui à leur tour impactent la production de biens intermédiaires et les chaînes de production. Nous avons donc introduit des hausses plus fortes qu'anticipé précédemment jusqu'à la fin de l'année pour les prix des biens, notamment industriels et les produits alimentaires.

A côté de ces facteurs globaux, nous anticipons un renforcement à court terme des pressions domestiques sur les prix compte tenu du marché du travail très tendu (notamment en raison d'un taux de participation historiquement faible). Les postes vacants ont atteint un nouveau record à 1,3 million en janvier et le taux de chômage a baissé à 3,9% sur les trois mois à fin janvier. Ce dynamisme du marché du travail devrait continuer de faciliter une certaine transmission de la hausse du coût de la vie aux salaires (matérialisation d'une boucle prix-salaires). Selon les enquêtes de la BoE, publiées avant l'invasion russe en Ukraine, les négociations salariales suggéraient des hausses de salaires de 4,8% en moyenne en 2022. Nous avons donc relevé nos prévisions d'inflation sous-jacente en 2022. L'inflation sous-jacente atteindrait 6,3% en avril et resterait supérieure à 6% pour le reste de l'année.

La croissance des revenus restant inférieure au taux d'inflation, le revenu disponible brut devrait baisser fortement cette année, provoquant à son tour un ralentissement de la demande. Ainsi, nous tablons sur une baisse des pressions inflationnistes domestiques courant 2023 et une forte chute à la fois de l'inflation sous-jacente et de l'inflation totale, toutes les deux approchant la cible fin 2023. Le recul de l'inflation courant 2023 devrait être accentué par des effets de base redevenant favorables sur les prix de l'énergie et les matières premières et l'anticipation d'un assouplissement des tensions sur les chaînes de production et les pénuries mondiales de semi-conducteurs.



« Discours de printemps » du chancelier : soutien insuffisant au pouvoir d'achat des ménages

Sur fond de hausse historique de l'inflation, le chancelier de l'échiquier Rishi Sunak a présenté cette semaine, lors de son discours de printemps (*Spring Statement*) de nouvelles mesures budgétaires pour soutenir le pouvoir d'achat des ménages, notamment un plan en matière de fiscalité, dont nous présentons plus bas les mesures-clé. Selon l'organisme de surveillance, l'OBR (Office for Budget Responsibility), ce plan de soutien ne compensera qu'un tiers de la perte de revenus réels cette année et n'annulera qu'un

sixième des hausses d'impôts annoncées par le chancelier au cours des deux dernières années. L'OBR prévoit une baisse du revenu disponible réel des ménages de 2,2% cette année, soit sa plus forte chute depuis les années 1950. En effet, le poids de la fiscalité continuera d'augmenter dans les prochaines années, en raison des mesures annoncées précédemment. Selon, l'OBR, les recettes fiscales exprimées en pourcentage du PIB atteindront un plus haut depuis 1949.

Parmi les principales mesures annoncées cette semaine pour soutenir le pouvoir d'achat des ménages figurent :

- Baisse immédiate des taxes sur l'essence et le diesel de 5 pence par litre jusqu'à mars 2023. La plus forte baisse jamais annoncée, selon le chancelier, pour un coût estimé à 5 milliards de livres. Une mesure insuffisante pour compenser la hausse des prix de l'essence depuis le début de l'année.
- Hausse du seuil de prélèvement des cotisations sociales (*National Insurance Contributions*), de 9 880 à 12 570 livres (soit le même seuil que pour l'imposition des revenus) en juillet 2022. C'est la mesure phare du plan fiscal et devrait, selon le chancelier, permettre un gain annuel moyen de 330 livres par contribuable. La mesure bénéficiera à 30 millions de contribuables, pour un coût total de 6 milliards de livres.
- Baisse de la TVA de 5% à 0% sur les installations permettant de réaliser des économies d'énergie (panneaux solaires, pompes à chaleur, isolation des toits) au cours des cinq prochaines années. Il s'agit d'une mesure essentielle de la transition du Royaume-Uni vers le « Net Zero ».
- Doublement du Fonds de soutien aux ménages des collectivités locales (de 500 millions de livres à 1 milliard de livres) pour aider les familles les plus modestes à financer leurs besoins élémentaires (alimentation, énergie, eau).
- Baisse d'un point (de 20% à 19%) du taux de base de l'impôt sur le revenu à partir d'avril 2024 (pour un coût de 5 milliards de livres par an).

Toutes les mesures ne constituent pas des baisses d'impôts ou de taxes. Le chancelier a annoncé une réduction en termes réels du seuil de remboursement des prêts étudiants et un allongement de la durée des remboursements, qui passe de 30 à 40 ans pour les nouveaux emprunteurs. Selon l'OBR, « cela équivaut à imposer une augmentation marginale de l'impôt sur le revenu de 9 points de pourcentage pendant une période pouvant aller jusqu'à dix ans pour les

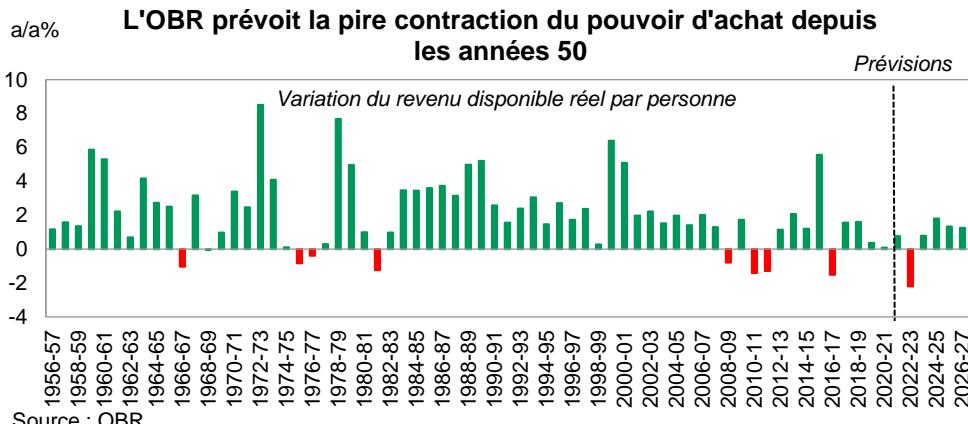
personnes concernées, trois décennies dans le futur ». Une mesure censée apporter 11,2 milliards de livres en 2022/23 et 5,4 milliards en moyenne dans les années suivantes.

Outre les mesures destinées à amortir le choc sur le pouvoir d'achat des ménages, le chancelier a annoncé quelques mesures pour « soutenir l'investissement, l'innovation et la croissance » :

- Haute de 1 000 livres de l'allocation d'emploi, qui passerait de 4 000 à 5 000 livres à partir d'avril au bénéfice d'un demi-million de PME.
- Avancement d'un an à avril 2022 de deux baisses d'impôts sur l'investissement des sociétés : celle concernant les technologies vertes utilisées pour décarbonner les bâtiments et celle sur les réseaux de chauffage éligibles.

Les mesures annoncées par le chancelier depuis octobre représentent un assouplissement budgétaire de 19,4 milliards en 2022-23 (0,8% du PIB) et, en moyenne, de 7,5 milliards (0,3 % du PIB) par an à partir de 2023-24. Cet assouplissement est en grande partie rendu possible par un meilleur état que prévu des finances publiques à la sortie de la pandémie, notamment des recettes fiscales plus fortes que prévu.

Selon l'OBR, le gouvernement continuerait de respecter ses règles budgétaires : le solde budgétaire courant redevient excédentaire à partir de 2023-24 (à 0,8% du PIB). Il remonterait à 1,4% du PIB, soit plus de 30 milliards de livres restant à dépenser par an jusqu'en 2026-27. Le déficit budgétaire (« *public sector net borrowing* ») se résorberait progressivement, passant de 5,4% du PIB en 2021-22 à 3,9% en 2022-23 pour atteindre 1,1% en 2026-27. La dette publique (« *public sector net debt* ») baisserait également, passant de 95,5% du PIB en 2022-23 à 83,1% en 2026-27. Toutefois, l'OBR prévient qu'il n'a pas pris en compte tous les impacts potentiels de la guerre en Ukraine et que « nous devrions être préparés pour une détérioration – potentiellement significative – de l'économie et des finances publiques ».



Pays émergents

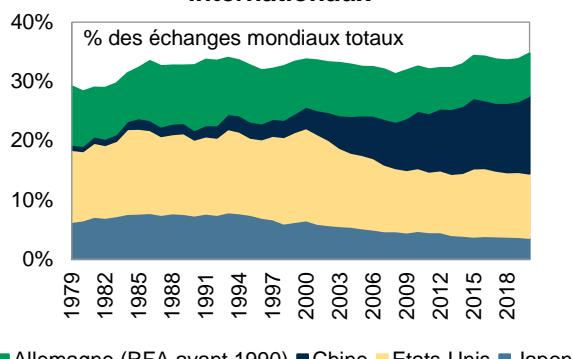
Asie

➡ Chine : où en est l'internationalisation du yuan ?

Depuis le début du conflit russe-ukrainien et la mise en place de sanctions économiques par les nations occidentales, chacun se demande dans quelle mesure ces sanctions pourraient ou non accélérer le développement de systèmes monétaires concurrençant le dollar, afin de contourner l'hégémonie américaine sur ce terrain.

Depuis l'ouverture commerciale de la Chine, orchestrée à partir de 1979 par Deng Xiaoping, la part du pays dans les échanges internationaux de marchandises a explosé, passant de moins de 1% en 1980 à 13% en 2020 et dépassant donc celle des États-Unis (10,8%) depuis 2017.

Part de la Chine dans les échanges internationaux

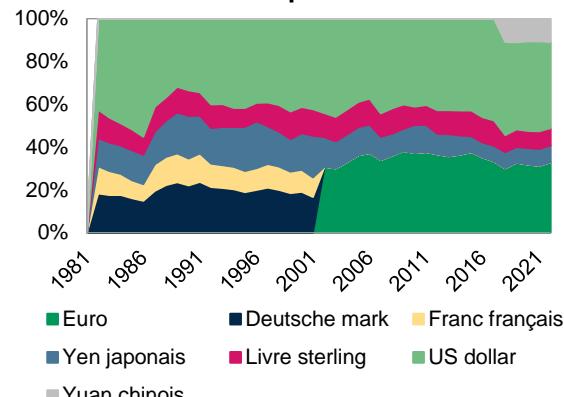


Sources : UNComtrade, Crédit Agricole S.A/ECO

Pourtant, cette libéralisation du commerce ne s'est pour l'instant pas encore véritablement accompagnée d'une internationalisation du yuan, passant par une ouverture du compte financier. En 2021, le yuan ne représentait ainsi que 1,7% des transactions commerciales, contre 39% pour l'euro et 38,4% pour le dollar, et ce même avec les pays les plus hostiles aux États-Unis. En 2020, les échanges réglés en roubles et en yuans représentaient respectivement 5,7% et 6,3% du commerce bilatéral sino-russe.

Et malgré son ajout dans le panier de monnaies constituant les droits de tirage spéciaux du FMI, le yuan ne compte que pour 2,25% des réserves internationales totales. Une part bien inférieure à celle de sa pondération dans les DTS (11%), même si certains pays – dont la Russie – ont fait le choix d'accroître leur exposition (les réserves russes en yuans représenteraient environ 12% du total).

Evolution du panier des DTS



Sources: FMI, Crédit Agricole S.A/ECO

Pourquoi un tel décalage entre ouverture commerciale et financière ?

Première raison, le yuan n'est toujours pas une monnaie convertible. La Banque centrale chinoise (PBoC) fixe en effet chaque jour un taux de change de référence du yuan contre un panier de devises, et autorise une marge de fluctuation de 2%. Et si de nouvelles classes d'actifs ont récemment été ouvertes aux investisseurs étrangers, les contrôles de capitaux pour rapatrier des actifs hors de Chine, même pour les entreprises étrangères, demeurent.

Deuxième argument, l'alimentation de réserves en dollars par les larges excédents commerciaux a fait les affaires de la Chine au niveau interne et externe. En interne, la non-convertibilité du yuan a permis à Pékin de limiter certains chocs exogènes, en se servant de ses plus de 3 000 milliards de dollars de réserves pour intervenir sur le marché des changes lorsque cela a été nécessaire, comme au moment de l'apparition du Covid-19.

En créant une sorte de sas empêchant les recettes du commerce extérieur de rentrer directement dans l'économie réelle, la Banque centrale a pu garder le contrôle de son taux de change – ce qui lui a été très largement reproché, notamment par les États-Unis qui accusaient la Chine de *dumping* monétaire – mais aussi de l'inflation.

En externe, ces réserves en dollars ont financé les vastes projets des Routes de la Soie, en faisant concurrence aux institutions internationales sur le même terrain que celui des financements en dollars.

Enfin, largement investies en bons du trésor américains (la Chine détient environ 3,7% de la dette américaine), ces réserves sont devenues un instrument à part entière dans le jeu géopolitique. La Chine y trouve un investissement sûr, stable et liquide, et les États-Unis une source de financement.

De fait, si la Chine devait se désengager de la dette américaine, elle ne pourrait le faire que de manière progressive au risque sinon de brader ses titres et donc de déprécier la valeur de ses actifs.

Quelles sont les ambitions de Pékin en matière monétaire ?

Les signaux envoyés par la Chine sont parfois assez contradictoires. Si Pékin est bien sûr consciente de l'importance du monétaire comme facteur de puissance mondiale, les autorités ne semblent pas non plus pressées d'accélérer l'internationalisation du yuan.

En réalité, la Chine cultive sur le plan monétaire comme sur le reste une vision d'autonomie stratégique et de diversification. Création de lignes de swap avec une trentaine de banques centrales émergentes, développement d'un réseau de paiement pour concurrencer SWIFT – le CIPS, *Cross Border Inter-Bank Payment System*, développement de prêts contre ressources naturelles, création du yuan offshore et utilisation de Hong Kong comme

intermédiaire financier : les canaux empruntés sont multiples.

Si ouverture financière il doit y avoir, cette dernière sera nécessairement graduelle. En 2015, une libéralisation partielle du compte financier avait conduit à des fuites de capitaux massives, de l'ordre de 1 500 Mds USD, à une baisse des réserves de change de près de 1 000 Mds USD (sur 3 900 Mds USD) pour stabiliser le cours du yuan. Une erreur que la Chine ne veut certainement pas reproduire.

Et si les plans quinquennaux incluent toujours cet objectif d'internationalisation de la devise et de développement du yuan comme monnaie d'échange et de réserve, force est de constater qu'il ne s'agit pas pour l'instant de la priorité du régime, qui fait face à des déséquilibres internes (endettement des entreprises, secteur immobilier) que pourraient aggraver une politique d'ouverture financière trop rapide.

Moyen-Orient et Afrique du Nord

👉 Arabie : des échanges commerciaux bilatéraux en yuans avec la Chine ? La fin du pétrodollar ?

La presse américaine, mentionnant des sources proches du pouvoir saoudien, fait état de discussions en cours évoquant la facturation en yuans du pétrole vendu par l'Arabie à son principal client, la Chine.

Cette évolution, en discussion depuis déjà quelques années, prendrait plus de réalité pour trois raisons principales : 1/ le mécontentement de certains officiels saoudiens envers l'hégémonie de la monnaie américaine dans les échanges mondiaux alors que les relations bilatérales États-Unis-Arabie saoudite sont au plus bas, 2/ la volonté de la Chine de voir sa monnaie plus utilisée dans le commerce international et 3/ le gel récent des réserves en dollars et en euros de la Banque centrale de Russie, mesure de sanction prise par les États-Unis et l'UE après l'invasion de l'Ukraine par l'armée russe et qui rend plus difficile le paiement de la dette externe de la Russie, et en premier lieu le souverain qui a évité un défaut en réglant récemment une échéance à partir des fonds gelés.

Quelles seraient les implications économiques et financières d'un tel mouvement pour les Saoudiens ?

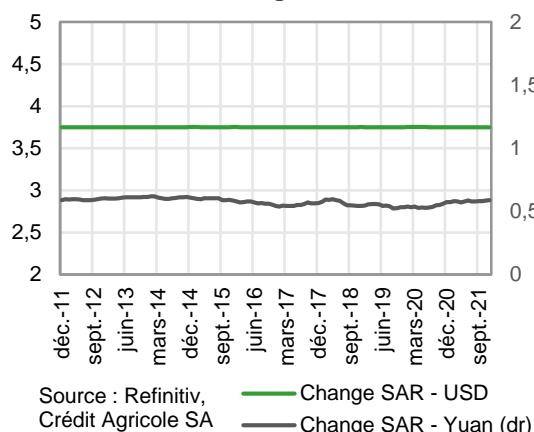
Il s'agirait tout d'abord d'une première étape d'un changement de politique monétaire. Un premier assouplissement du régime de change fixe au dollar avec l'introduction d'autres devises dans un panier de monnaies comme au Koweït ? Cette réforme pourrait être facilitée par la très faible volatilité du yuan par rapport au dollar américain et la disponibilité depuis 2018 de contrats de vente de pétrole en yuans à partir de Shanghai. Les volumes d'échange entre les deux pays progressent depuis quelques années. Ils s'élèvent, pour l'Arabie, à 26 Mds dans le sens des imports (machinerie et

équipements) et 8 Mds USD pour les exports (pétrole). La Chine est le premier partenaire commercial de l'Arabie, avec 17% de ses exportations et 20% de ses importations. La facilitation du commerce international dans les échanges bilatéraux et notamment le financement des travaux des entreprises chinoises dans le cadre du plan Vision 2030 sous forme de « troc » financier pourrait « faire sens ».

Toutefois, de nombreux obstacles devraient freiner cette évolution. D'une part, les milieux d'affaires saoudiens, et notamment la direction d'Aramco, la compagnie pétrolière nationale, ne semblent pas très favorables à ces réformes. Par ailleurs, l'indisponibilité d'instruments de couverture en raison de la difficile convertibilité de la monnaie chinoise sur les marchés internationaux rend l'adoption du yuan modérément attractif à ce stade.

Le yuan est actuellement une monnaie d'échange, mais à une échelle encore réduite, et pas une monnaie de réserve.

Arabie : change \$ US et Yuan



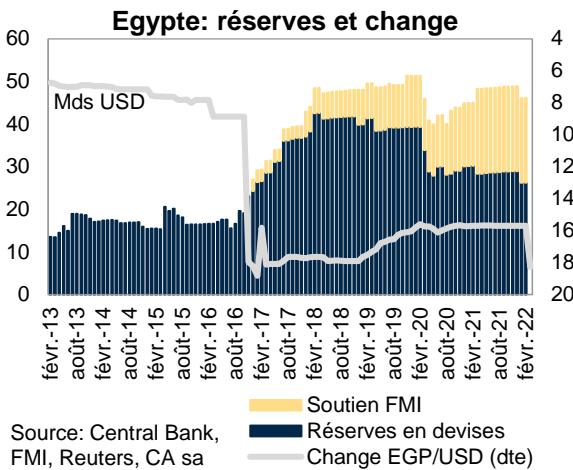
☒ Notre opinion – La probabilité que l'Arabie recourt massivement au yuan pour ses échanges avec la Chine nous semble faible à ce stade et à court terme ; en partie car cette évolution semble plus dictée par une volonté politique que par des considérations économiques et surtout en raison de la difficile convertibilité de la monnaie chinoise alors que de son côté, le compte de capital de l'Arabie est totalement ouvert. En tout état de cause, la remise en cause du dollar dans les échanges mondiaux semble un mouvement de fond assez largement partagé dans la sphère des pays émergents, opposés à l'hégémonie monétaire du dollar.

👉 Égypte : troisième plan FMI en six ans

Les autorités égyptiennes viennent de solliciter l'aide du FMI afin de stabiliser les réserves en devises et lutter contre la dépréciation de la livre égyptienne sur les marchés financiers. Au cours des dernières semaines, les marchés financiers ont été fortement secoués en raison de l'inquiétude des investisseurs sur les conséquences économiques de la guerre en Ukraine alors que le pays connaît déjà des fragilités

intrinsèques. L'Egypte est confrontée à deux types de risques immédiats : des risques de pénuries de céréales car le pays importe 65% de ses besoins de Russie et d'Ukraine et des risques liés à la détérioration de sa balance commerciale en raison de la très forte hausse des prix des céréales, du pétrole et des métaux importés. L'inflation a fortement augmenté à 8% en début d'année 2022.

En début de semaine, la livre a perdu 15% par rapport au dollar, un mouvement décidé par la Banque centrale pour rééquilibrer la balance des paiements en renchérisant les importations et pour soutenir les exportations.



On ignore encore le montant de l'aide qui sera accordé par le FMI et qui devrait aussi être accompagné par des soutiens renouvelés des pays du Golfe. C'est le troisième plan d'aide du FMI en moins de six ans après le plan de 2016, qui s'élevait à 12 Mds USD, et celui de 2020, lié à la crise du coronavirus et qui a atteint 8 Mds USD.

Malgré les transferts très élevés de sa diaspora qui ont atteint 31 Mds USD en 2021, soit 7,8% du PIB, l'Egypte a de plus en plus de mal à produire des recettes en devises qui viennent alimenter ses réserves à long terme en partie à cause de la forte chute de ses recettes touristiques depuis la crise du coronavirus. À fin février 2022, les aides du FMI représentent 36% du total des réserves, un pourcentage qui n'a pas cessé de progresser depuis fin 2016. En fait, le pays dispose de très peu de marges de manœuvre en cas de choc externe (pandémie, guerre en Ukraine) et la stabilité de ses réserves dépend de plus en plus de l'aide externe. Avec un stock très excessif de 137 Mds USD de dette externe, la charge de remboursement annuelle est trop forte et est rendue plus difficile à servir dans un régime de change fixe trop rigide.

Notre opinion – Renforcer ponctuellement la compétitivité du change, comme en 2017, ne suffira sans doute pas et les conditionnalités demandées par le FMI à une troisième aide en six ans pourraient être un peu plus exigeantes que lors des précédents plans de soutien. Elles pourraient notamment se focaliser sur un régime de change plus flexible et sur l'accentuation des réformes structurelles en vue de réduire les déficits.

Europe centrale et orientale, Asie centrale

Asie centrale : la seconde mort de l'URSS

Le blocage du pipeline CPC (Caspian Pipeline Consortium), en rappelant cette semaine à l'Europe qu'une majeure partie du pétrole kazakh traverse le territoire russe, a illustré par les **faits le risque que prennent désormais toutes les entreprises qui utilisent des infrastructures situées sur le territoire russe**. Non seulement, Moscou pourra les transformer comme arme de guerre économique, mais se posera systématiquement la question du risque de réputation, des sanctions directes, ou des sanctions indirectes.

Les routes de la soie terrestres ont été pensées dans un espace sans guerre

Les conséquences sont d'ailleurs énormes pour les nouvelles Routes de la Soie terrestres de la Chine qui passaient par la Russie, actuellement paralysées non seulement par le conflit lui-même, mais aussi par l'autocensure des transporteurs ou des acheteurs finaux, dont les produits remplissaient les conteneurs véhiculés par rail, de Chongqing jusqu'à Duisbourg. Cette paralysie pose aussi problème pour tous les pays d'Asie centrale, notamment le Kazakhstan, qui appuyaient leur modèle de développement et l'augmentation de leur croissance potentielle sur les investissements en infrastructure chinois, et sur l'espoir de devenir un hub logistique régional.

En somme, on n'avait pas bien vu ni compris (et les Chinois sans doute non plus) ce paradoxe que la stratégie chinoise de déploiement de puissance par la géo-économie ne peut se faire sans paix, en tout cas dans son versant infrastructures. Cela va imposer une grande révision stratégique en Chine.

Cet épisode de blocage du CPC a également mis en lumière l'importance géopolitique de l'Asie centrale, qui va bien au-delà de notre propre équation énergétique. En effet, plus la guerre dure, plus la Russie semble isolée et fragile, plus le devenir économique, politique et géopolitique de toutes ses « marges » se pose, que ce soit pour les pays d'Asie centrale et du Caucase, ou pour des espaces particulièrement stratégiques comme l'Arctique, la Mer Noire et la Caspienne. À titre d'exemple, le Conseil de l'Arctique est désormais paralysé, sept de ses membres s'opposant à la Russie, qui compte pour la moitié des côtes arctiques et la moitié de la population locale. Amérique, Canada et OTAN ont lancé des exercices militaires de défense, tandis que l'avenir de la *Belt and Road* chinoise du pôle, lancée en 2018, va donc être conditionné à la poursuite, ou non, d'une collaboration sino-russe... La Chine est d'ailleurs l'un des principaux actionnaires du projet russe de gaz LNG Yamal.

L'enjeu majeur d'une déstabilisation de l'Eurasie

Mesurer l'impact de la guerre dans les marges russes signifie, bien sûr, surveiller les canaux de contagion possibles – politiques, commerciaux ou financiers – sachant que, pour les pays les plus petits, les plus fragiles et les plus dépendants, le choc sera énorme. Mais il faudra aussi garder en tête la nature bien spécifique de l'Eurasie, qui donne à cette guerre la dimension d'une très grande onde de choc géopolitique. En effet, une fragmentation économique ou politique de la périphérie russe ouvrirait des scénarios d'instabilité chronique (l'Afghanistan est proche), mais aussi de redistribution d'influence entre grandes puissances, Chine en tête – n'oublions pas que l'Asie centrale reste le *Hinterland* terrestre essentiel de Pékin, contrainte sur ses franges maritimes par l'affrontement hégémonique avec les États-Unis.

La stratégie de blocus économique de la Russie doit donc aussi se lire au prisme d'une logique de fin d'Empire, ou de ce qu'il en restait, avec toutes les répercussions régionales en chaîne que cela implique. De plus, cet Empire se situe précisément là où l'un des pères fondateurs de la géopolitique, H. Mackinder, situait ce qu'il appelait le « heartland », à savoir le cœur de la grande île mondiale dont le contrôle (ou au contraire la neutralisation), lui semblait essentiel pour toute puissance à volonté hégémonique globale.

Se situant au cœur de l'Eurasie, la tragique guerre russo-ukrainienne sonne donc en même temps la seconde mort de l'URSS et la mise en mouvement des grands équilibres géopolitiques mondiaux. Il aura fallu 20 ans à Poutine pour rebâtir une forme de puissance russe et à peine un mois pour la menacer...

La bascule chinoise des plus fragiles ?

En Asie centrale, les canaux économiques de transmission du choc sont multiples. L'un des plus puissants, pour les pays les plus petits et les plus fragiles, sera le tarissement des revenus des travailleurs à l'étranger, lié à la fois à la récession en Russie, à la chute du rouble, et au retour massif et rapide des migrants. **Pour le Kirghizstan et le Tadjikistan, ces revenus des travailleurs représentaient près de 30% du PIB, l'un des taux les plus élevés au monde, c'est donc l'une des principales sources de croissance.** Si l'on ajoute à cela le choc inflationniste lié en même temps à la hausse des prix alimentaires et la chute des devises entraînées par le rouble, on mesure le risque de déstabilisation économique et politique de pays par ailleurs très

pauvres (20% de la population kirghize était en dessous du seuil de pauvreté en 2019) et déjà extrêmement fragilisés par le Covid. Le risque de pénuries alimentaires liées à l'arrêt des exportations russes de céréales et de sucre est réel. À ce stade de précarité, c'est l'autre grand partenaire, la Chine, premier débiteur souverain et premier investisseur, qui peut évidemment jouer un rôle salvateur mais ce ne sera pas sans prix pour les pays concernés.

À coup sûr, l'affaiblissement russe va donc réduire les marges de manœuvre déjà étroites d'autonomie financière de ces petits pays face à Pékin. En fait, l'échec d'une conquête territoriale rapide en Ukraine se traduit quasi mécaniquement, pour Moscou, par une perte d'influence sur ses marges orientales. Paradoxe : les efforts russes pour construire un glacis occidental peut conduire à un affaiblissement par l'Orient. Il faut d'ailleurs anticiper que le comportement économique chinois vis-à-vis de la Sibérie dans les mois à venir nous donnera sans doute aussi des indications précieuses sur les choix géopolitiques de Pékin face à la Russie, dans une région où le déséquilibre démographique fragilise Moscou : si la Russie peine un jour à maintenir son intégrité territoriale cela peut venir de cette région.

Revenus des travailleurs à l'étranger

	en % du PIB 2020	Part issue de Russie 2021 %
Arménie	10,5	59
Azerbaïdjan	3,3	62
Belarus	1,7	42
Géorgie	13,3	18
Kazakhstan	0,2	51
Kyrgyzstan	31,3	83
Tadjikistan	26,7	58
Ouzbékistan	116	55

Source : Banque Mondiale

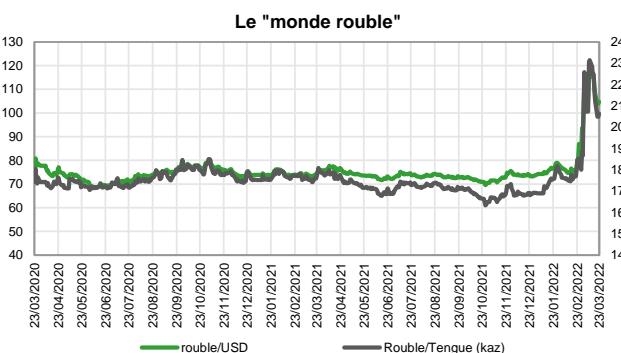
L'Ouzbékistan cherche son autonomie stratégique

L'Ouzbékistan est également dépendant des revenus des travailleurs qui viennent de Russie mais **la dépendance économique globale vis-à-vis de Moscou y est moins nette**, même si les oligarques russes sont des acteurs importants du secteur bancaire, et des pourvoeux d'investissements. Le gouvernement s'est donc déclaré en faveur du respect de la souveraineté de l'Ukraine et cette position est importante, car elle détache de fait un maillon majeur (en termes démographiques) de l'Asie centrale du bloc d'influence russophone. Ce n'est pas complètement étonnant d'ailleurs, car l'Ouzbékistan est aussi l'un des pays de la zone où l'influence américaine reste réelle.

Le choc économique va néanmoins être fort pour un pays dont les comptes extérieurs sont déjà déficitaires (de l'ordre de 6% du PIB) et surtout, qui risque vite d'être pris dans un maillage de sanctions secondaires. En fait, le

risque de réputation et l'autocensure des investisseurs occidentaux vont même être parmi les courroies de transmission les plus rapides du choc sur les échanges extérieurs ouzbeks – d'autant que la position de la Russie comme deuxième importateur du pays derrière la Chine va compliquer beaucoup de flux d'échanges. **En fait, plus le conflit dure, plus il imposera une « déneutralisation » des acteurs, entreprises et pays.**

Le Kazakhstan n'est, quant à lui, pas touché par la question des revenus des travailleurs, et l'équation de **la contagion y est donc différente. Pour l'instant, elle est surtout visible dans la sphère monétaire** : la Banque centrale a dû intervenir sur les marchés et augmenter ses taux de 325 points de base, à 13,5%, pour lutter contre une dépréciation de 20% du Tengue en deux semaines. La crédibilité financière du pays va évidemment être mise à rude épreuve par la crise russe et la liquidité du secteur bancaire, déjà fragile, doit être surveillée, d'autant que les banques russes étaient des acteurs financiers importants du pays.



Le Kazakhstan n'est pas touché directement par les sanctions et peut donc, en principe, profiter de la hausse des prix d'un pétrole qui représente 30% de ses recettes budgétaires et 57% des exportations. Rappelons aussi qu'il produisait 43% de l'uranium mondial en 2019. Mais l'impact du risque de sanctions secondaires et du risque posé par l'utilisation des oléoducs russes va être réel. Il se traduit déjà par une dépréciation du pétrole kazakh. Quant aux possibilités de contournement des routes russes, notamment par l'oléoduc BTC, à travers l'Azerbaïdjan, la Géorgie et la Turquie, elles doivent être envisagées avec prudence, à la fois pour des raisons de capacités, de dangerosité (le conflit azéri-arménien), de relation avec la Turquie (qui a augmenté ses droits de transit), mais aussi, à nouveau, de risque de sanctions, car le partage d'origine des flux pétroliers russes, azéris et kazakhs sera évidemment problématique.

En fait, même si le gouvernement kazakh a essayé dans un premier temps de prendre ses distances vis-à-vis de la Russie, en cultivant une position neutre (abstention au vote de l'ONU), en refusant d'intervenir aux côtés de Moscou, **sa relation de proximité et d'histoire avec la Russie rend**

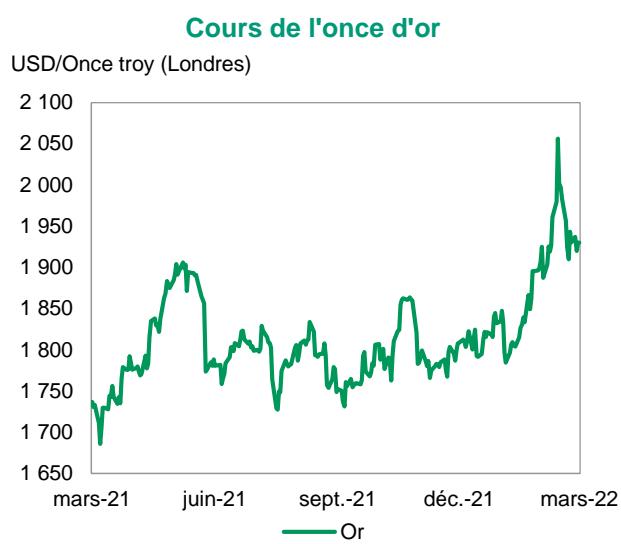
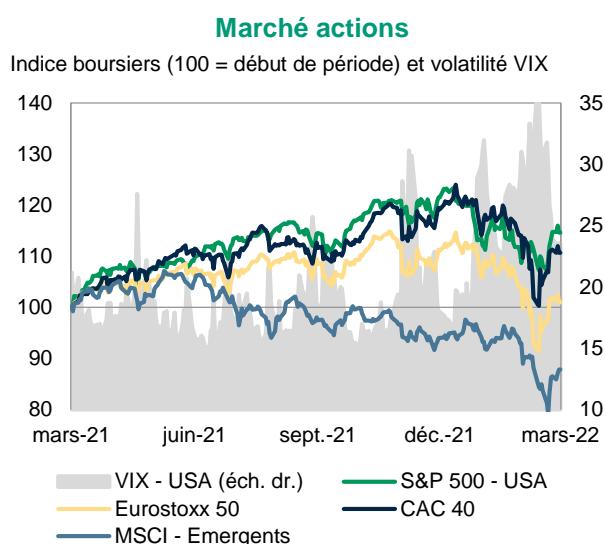
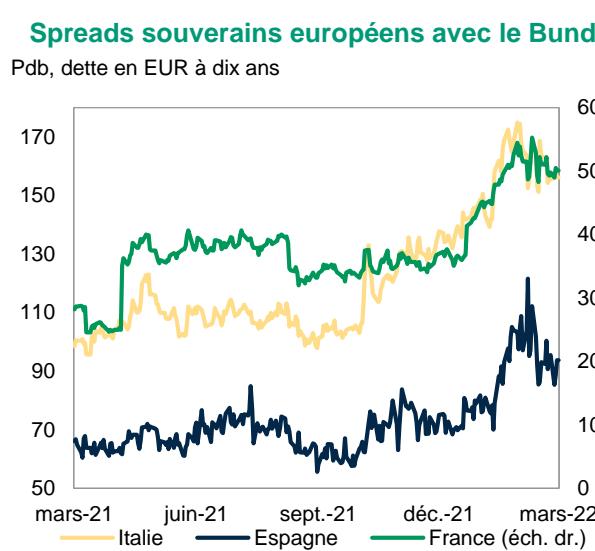
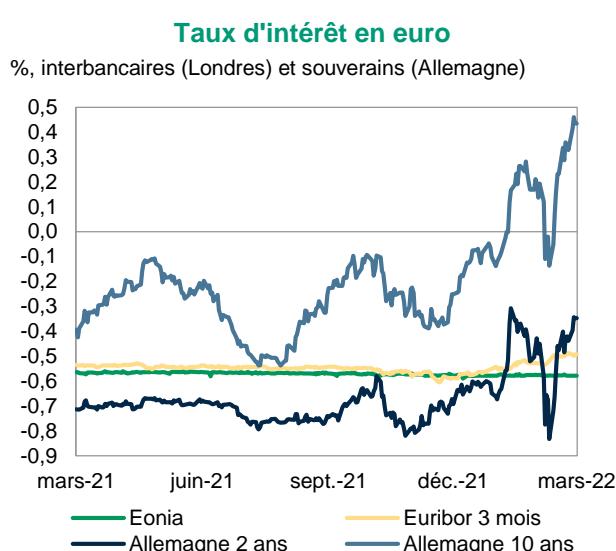
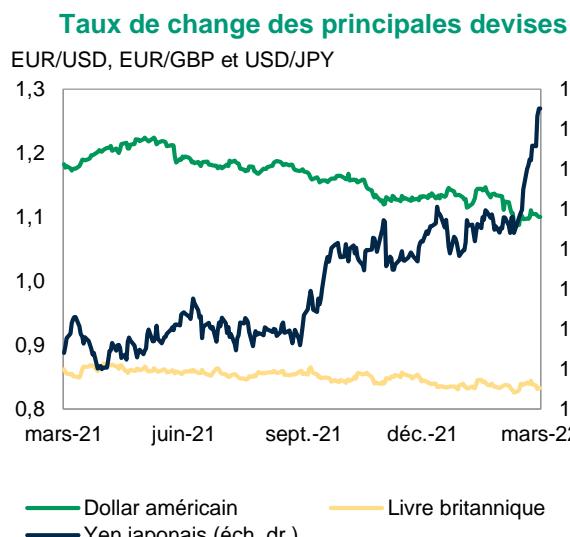
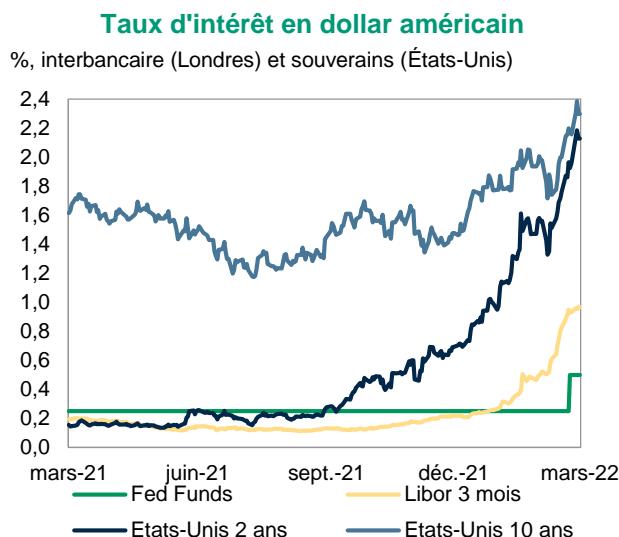
néanmoins cette position très difficile dans le temps, et le gouvernement semble de plus en plus mal à l'aise avec sa propre stratégie (par exemple, une manifestation contre la guerre a été autorisée mais une autre réprimée). Cela s'explique aussi par les événements de janvier dernier où, confronté à des manifestations très violentes, le Président avait eu besoin des troupes russes pour rétablir la paix sociale, au prix d'une forte répression. Non seulement la légitimité du pouvoir kazakh reste donc attachée à cette intervention, mais le mécontentement de la population, surtout les jeunes et les urbains, est loin d'être réglé.

Enfin, cette proximité du pouvoir kazakh avec la Russie est d'autant plus mal vécue par une partie de la population que la question des 20% de minorité d'origine russe, considérés par Poutine comme

faisant partie du « monde russe », fait écho au Dombass... Le discours néo-totalitaire russe sur la négation de la nation ukrainienne est donc un point d'inquiétude majeur pour les Kazakhs. Ils sont d'ailleurs tout aussi hostiles à l'influence chinoise, d'autant que le sort de la minorité kazakhe au Xinyang devient une pierre d'achoppement dans la relation sino-kazakhe.

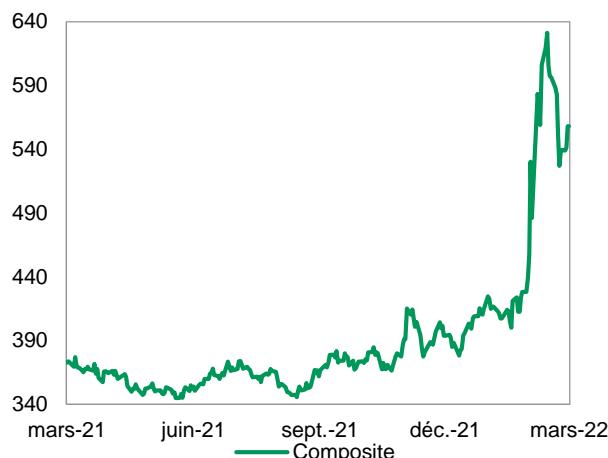
Paradoxe ultime du moment de grande bascule eurasienne, le Kazakhstan, ancienne terre de déportation soviétique, devient aujourd'hui l'une des terres de refuge pour ces nouveaux dissidents russes qui fuient la situation politique interne russe, mais aussi le risque de conscription et la perspective de l'effondrement économique. Ruse de l'histoire...

Tendances à suivre



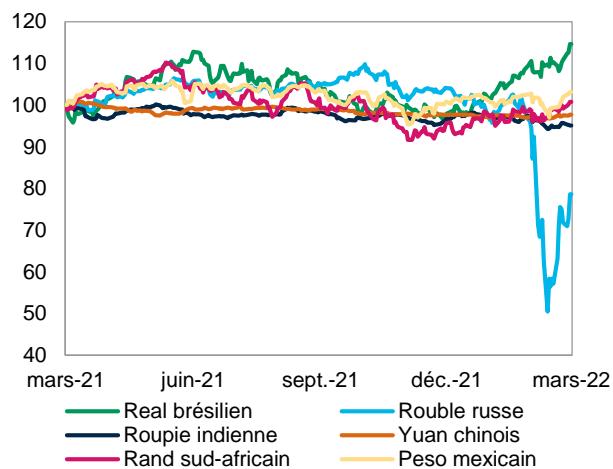
Spreads souverains émergents avec le T-Bond

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



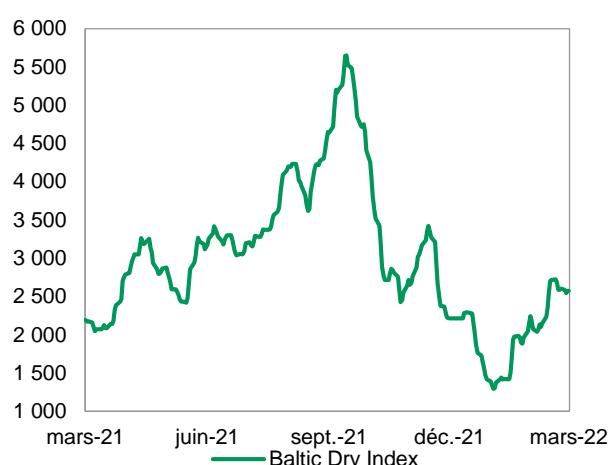
Devises émergentes

/USD (indice 100 = début de période)



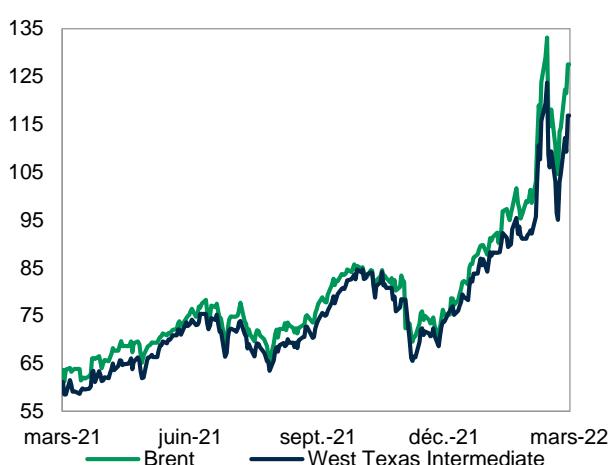
Coût du transport maritime de vrac sec

Baltic Dry Index (USD/point)



Cours du baril de pétrole brut en USD

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



Cours des métaux

USD/tonne métrique



Agriculture

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



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
24/03/2022	Le scénario de stagflation n'est pas inéluctable	Europe
23/03/2022	Corée du Sud – La victoire de Yoon Seok-youl plonge la Corée dans une cohabitation inédite	Asie
23/03/2022	France – Élections 2022 : pouvoir d'achat, état des lieux et principaux enjeux	France
22/03/2022	Égypte – La fragilité intrinsèque du pays se matérialise à nouveau sur les marchés financiers	Égypte
22/03/2022	Parole de banques centrales – Troisième hausse de taux par la BoE et une inflation vers 8% en avril !	Royaume-Uni
21/03/2022	Parole de banques centrales – La Fed entame son resserrement monétaire avec confiance	États-Unis
21/03/2022	France – Élections 2022 : compétitivité et réindustrialisation	France
18/03/2022	Monde – L'actualité de la semaine	Monde
17/03/2022	L'économie de marché, l'économie de crise, l'économie de guerre	Zone euro
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	Agri-Agro
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

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 WIEVORKA

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 : 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.