

Perspectives

Hebdomadaire – N°22/116 – 1^{er} avril 2022

MONDE – L'actualité de la semaine

⇒ Les marchés s'offrent un moment de répit	2
⇒ France : l'inflation atteint 4,5% sur un an au mois de mars	4
⇒ Zone euro : l'inflation atteint un nouveau pic en mars	4
⇒ Zone euro : les perspectives de croissance minent le moral des consommateurs	5
⇒ Allemagne : les élections régionales en Sarre redonnent du lustre à la coalition	6
⇒ Italie : les premiers effets du conflit sur la confiance	6
⇒ Espagne : inflation, la réponse du gouvernement	7
⇒ Asie du Sud-Est : le statut quo des banques centrales	9
⇒ Égypte : des aides financières importantes de la part des pays du Golfe	11
⇒ Mozambique : retour du FMI dans le pays alors qu'un nouveau gisement gazier devrait entrer en service cette année	12

➡️ Les marchés s'offrent un moment de répit

Les marchés actions ont continué d'afficher une relative résilience cette semaine. En Europe, le risque d'une coupure brutale voire immédiate des approvisionnements en gaz, susceptible de provoquer une récession, semble, pour l'heure, avoir été évité. Les approvisionnements de gaz continuent, malgré l'exigence de Poutine imposant que les pays dits « hostiles » payent les importations en roubles.

Plus important, les marchés continuent de nourrir l'espoir d'une désescalade du conflit militaire en Ukraine. Les pourparlers qui se sont tenus mardi en Turquie entre la Russie et l'Ukraine ont en effet donné lieu à des commentaires encourageants de part et d'autre, même si le conflit continue. Moscou a qualifié les progrès des négociations de « significatifs » et envisage de réduire « radicalement son activité en direction de Kiev et Tchernihiv ». Toutefois, les Occidentaux demeurent sceptiques quant à la sincérité des promesses de la Russie, qui selon eux envisagerait un redéploiement et non un retrait des troupes.

Autre fait marquant, le président Joe Biden a annoncé jeudi une nouvelle libération de la réserve stratégique de pétrole américaine après celles de décembre et de mars, d'un montant « sans précédent » de 180 millions de barils sur six mois, soit 1 million de barils par jour. Il s'agit de contrer la hausse du cours provoquée par l'invasion russe en Ukraine et de faire chuter les prix de l'essence à l'approche de la « driving season », saison des vacances d'été aux États-Unis. L'annonce de Biden est intervenue juste après une issue peu satisfaisante pour les Occidentaux de la réunion jeudi des pays producteurs et alliés de l'OPEP+, dont fait partie la Russie. Ils ont décidé d'une très faible augmentation de la production qui ne répond pas à l'appel des États-Unis visant à accroître significativement l'offre. Vendredi matin, le baril de Brent se traitait néanmoins à 104,6 dollars, soit une baisse de plus de 13% sur la semaine, tandis que l'équivalent américain, le WTI, baissait à 99 dollars.

Rassérénés par ces nouvelles, les marchés actions retrouvent un semblant de répit et la volatilité baisse légèrement sur la semaine. L'Eurostoxx 50 parvient à gagner 1% et le CAC 40 enregistre même une progression du double. Aux États-Unis, l'appétit pour le risque reste plus contraint, le S&P500 enregistre une progression quasi nulle sur la semaine, en raison des anticipations de resserrement monétaire de la Réserve fédérale sur fond de pressions inflationnistes domestiques élevées. Depuis le début de l'année, les indices actions affichent finalement des pertes relativement limitées au regard de la gravité du conflit russe-ukrainien et de ses implications pour les perspectives globales (-4,9% pour le S&P 500, -9,1% pour le Nasdaq Composite, - 8,9% pour l'Eurostoxx 50).

Sur les marchés obligataires, les anticipations d'un resserrement monétaire très agressif et rapide de la part de la Réserve fédérale (taux des *Fed funds* attendus à 2,5% fin 2022) ont été renforcées par des commentaires *hawkish* de membres du FOMC depuis la réunion du 16 mars (y compris du gouverneur Jerome Powell, qui a déclaré que des hausses supérieures à 25 points de base à chaque FOMC seraient nécessaires). Cela a contribué à un aplatissement supplémentaire de la courbe des taux américains, provoquant même une inversion temporaire entre les segments 2 ans et 10 ans dans la journée de mardi (une première depuis 2019). Le taux à 10 ans a baissé de 7 points de base sur la semaine à 2,41%, tandis que le taux à 2 ans gagnait 12 points de base à 2,39%. Un aplatissement de la courbe est conforme à l'idée selon laquelle la politique monétaire doit devenir restrictive au point d'affaiblir la demande à moyen/long terme, à moins que les anticipations d'inflation à long terme ne commencent à baisser, ce qui semble peu probable pour l'heure. Cette semaine, le *core PCE deflator*, mesure d'inflation privilégiée par la Fed, a de nouveau accéléré : à 5,4% en février, après 5,2% en janvier, il atteint son plus haut niveau depuis le début des années 1980. Les chiffres d'emploi du mois de mars publiés ce vendredi ne sont pas de nature à remettre en question les anticipations d'un resserrement agressif de la Fed. L'économie américaine a enregistré 431 000 créations nettes d'emplois dans les secteurs non agricoles en mars (490 000 anticipées et après 750 000 en février). Le taux de chômage a baissé de 0,2 point de pourcentage à 3,6% et la croissance des salaires a accéléré à 5,6%. La confiance des ménages continue de progresser, comme le montre l'indice du *Conference Board* de mars, l'amélioration du marché du travail l'emportant vraisemblablement sur les inquiétudes relatives à l'inflation.

Le marché des changes est proche du point de bascule. L'aplatissement persistant de la courbe de taux américains a conduit à une fluctuation sans tendance du dollar, voire à un affaiblissement de la devise américaine malgré le resserrement de la Fed, comme en 2018 et 2019. Les taux réels américains demeurent actuellement très négatifs, même après la prise en compte de la récente révision à la hausse des anticipations de resserrement de la Fed. Cela devrait encourager les investisseurs à diversifier leurs positions, au détriment du dollar. Cette semaine, le FMI a déclaré que « les sanctions financières sans précédent imposées à la Russie après l'invasion de l'Ukraine menacent de diluer graduellement la domination du dollar américain et de conduire à un système monétaire international plus fragmenté ». Ces commentaires ne semblent pas avoir eu un impact notable sur les marchés de change pour le moment, l'évolution des cours demeurant déterminée par les différentiels de taux et de politique monétaire. Mais

ils ne font que renforcer les anticipations naissantes d'une dédollarisation de l'économie mondiale.

En zone euro, les estimations préliminaires de l'inflation du mois de mars ont été publiées. Le flash HICP de la zone euro atteint 7,5% en variation sur un an après 5,9% en février, un résultat de nouveau supérieur aux anticipations du consensus (6,7%). L'inflation sous-jacente est néanmoins plus modeste à 3% (consensus : 3,1%). En Allemagne, l'inflation a atteint 7,6%, selon l'indice harmonisé, un plus haut depuis les années 1970. En Espagne, le chiffre a même été plus élevé, à 9,8%, un record

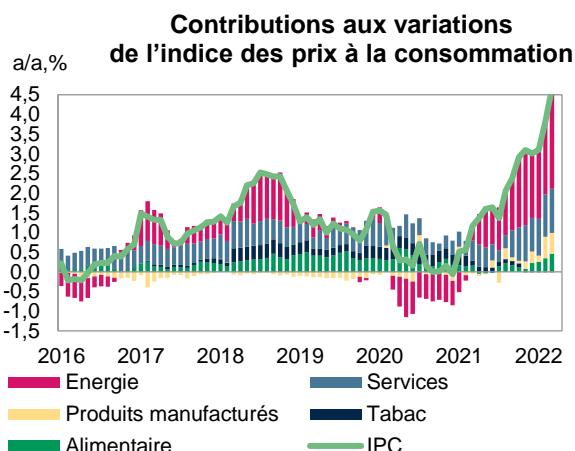
depuis plusieurs décennies également. Des chiffres significativement supérieurs aux anticipations du consensus (0,8 point de pourcentage dans le cas de l'Allemagne, 1,40 dans le cas espagnol), des surprises largement attribuables aux composantes gaz et électricité. En France, le HICP augmente moins fortement, +5,1% sur un an en mars, une accélération de 0,9 point de pourcentage par rapport à février. En Italie, l'inflation remonte à 7%, légèrement moins qu'anticipé.

Zone euro

☞ France : l'inflation atteint 4,5% sur un an au mois de mars

Nouvelle accélération de la hausse des prix à la consommation au mois de mars. L'inflation CPI atteint 4,5% sur un an après 3,6% au mois de février. Le conflit en Ukraine déclenché fin février a entraîné un net renchérissement du prix des hydrocarbures, la Russie fournissant à l'Europe 40% de ses importations en gaz naturel et étant également un important exportateur de pétrole. Ainsi, les prix de l'énergie progressent de près de 9% sur un mois (+29% sur un an) en France, malgré le gel des prix du gaz et de l'électricité. L'énergie, qui ne représente que 9% du panier moyen de consommation en biens et services des ménages contribue ainsi à hauteur de 55% à la hausse du niveau des prix.

La hausse du prix des services accélère également en mars à +2,3% sur un an (contre +2,2% en février) tandis que l'inflation ralentit légèrement pour les biens manufacturés (+2,1% contre +2,2% en février).



Source : Insee, Crédit Agricole S.A./ECO

Cf. [France – Comprendre l'accélération récente et les écarts d'inflation suivant les habitudes de consommation](#)

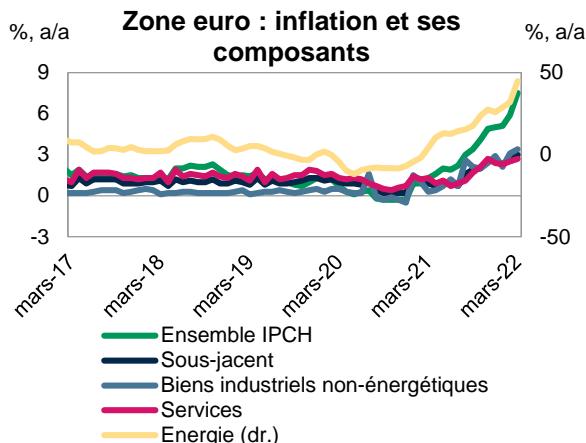
☒ Notre opinion – Afin de limiter l'impact de la hausse des prix qui peut être très différencié d'un ménage à un autre (voir [ici](#)), le gouvernement n'a pas attendu l'invasion de l'Ukraine par la Russie en gelant dès le mois d'octobre les prix du gaz, en limitant à 4% la hausse des tarifs de l'électricité en février avant de les geler et en octroyant une indemnité inflation de 100 euros à l'ensemble des personnes gagnant jusqu'à 2 000 € net par mois. Ce premier bouclier tarifaire a été renforcé au cours du mois de mars suite à la guerre en Ukraine et à la flambée des prix du carburant. À partir du mois d'avril, le gouvernement va en effet réduire de 15ct/L les prix à la pompe ce qui, dans l'hypothèse d'un prix du baril de Brent relativement stable entre 100 et 115 USD, devrait permettre une légère baisse des prix de l'énergie en avril. Le gel des tarifs du gaz et de l'électricité devrait aussi être prolongé jusqu'à la fin de l'année. Le gouvernement a également annoncé que l'État prendrait à sa charge 50% du surcoût lié à la hausse des prix de l'énergie pour les entreprises des industries très énergivores (ciment, acier, ...) et a mis en place des aides ciblées en faveur des éleveurs et des pêcheurs notamment. Au total, ce « plan de résilience » coûterait entre 25 et 30 Mds€ aux finances publiques. L'impact sur les prix à la consommation serait toutefois substantiel puisque l'Insee estime dans sa dernière note de conjoncture qu'au mois de février, sans le gel des prix du gaz et de l'électricité, l'inflation aurait atteint 5,1% contre 3,6% finalement constatés. Le premier bouclier tarifaire réduisait ainsi de 1,5 point l'inflation. Avec un plan de résilience désormais plus conséquent et des prix de l'énergie encore plus élevés qu'en février, on peut estimer que les mesures gouvernementales réduiront d'au moins 2 points le taux d'inflation au cours des prochains mois. Celui-ci devrait toutefois se stabiliser à un niveau élevé, autour de 4,5% jusqu'à la fin du troisième trimestre (une prévision bien entendu entourée d'incertitudes étant donné la volatilité des prix de l'énergie et ses répercussions sur les prix de vente des autres biens et services).

☞ Zone euro : l'inflation atteint un nouveau pic en mars

Le taux d'inflation a fortement augmenté en mars à 7,5% sur un an après 5,9% en février. La nouvelle accélération marquée des prix de l'énergie, qui ont presque doublé depuis un an (à 44,7% après 32%) a fourni l'impulsion principale à la hausse de l'indice. L'inflation sous-jacente (hors composantes volatiles) a continué d'augmenter (à 3% après 2,7%) mais a marqué une moindre accélération que le mois précédent. C'est le cas aussi pour la hausse des biens industriels non-énergétiques (3,4% après 3,1%). Les prix des services continuent d'augmenter leur rythme de progression (à 2,7% après 2,5%).

L'accélération est remarquable également dans les biens alimentaires (5% après 4,1%), notamment dans les aliments non transformés (7,8% après 6,2%).

La hausse de l'inflation est particulièrement importante aux Pays-Bas (à 11,9% après 7,3%), en Espagne (à 9,8% après 7,6%) et en Allemagne (à 7,6% après 5,5%), un peu plus modérée en Italie (à 7% après 6,2%) et davantage en France (5,1% après 4,2%).



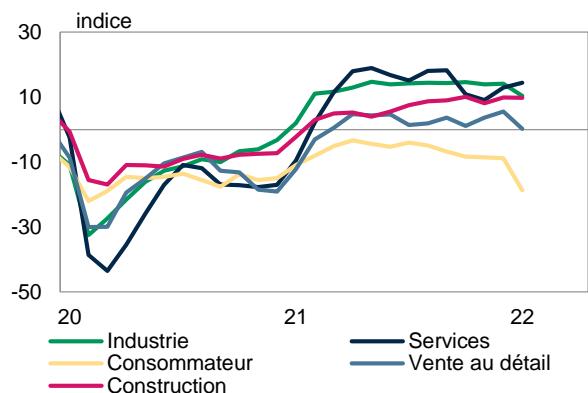
Notre opinion – Les données d'enquêtes PMI ont signalé au mois de mars une nette ré-accélération des prix des intrants en mars, ayant entraîné la plus forte hausse des prix de l'output dans l'histoire de l'enquête. Ces effets de second tour sont moins visibles dans l'indice des prix sous-jacents et dans l'évolution des prix des biens industriels et des services. Néanmoins, bien qu'encore sous contrôle, l'inflation sous-jacente à 3% reste une source d'inquiétude pour la BCE. Au cours des dernières semaines des nouvelles mesures de plafonnement des prix de l'énergie, de réduction des taxes et droits d'accises sur l'énergie devraient limiter ces hausses et le transfert de la hausse des prix de l'énergie aux prix des autres biens. Cependant, la nouvelle remontée des prix du gaz, enregistrée cette semaine, n'augure rien de bien sur l'évolution de l'inflation au cours des prochains mois.

☞ Zone euro : les perspectives de croissance minent le moral des consommateurs

L'indice du sentiment économique a chuté de 5,4 points au mois de mars en zone euro pour s'établir à 108,5 points, soit son plus bas niveau depuis un an. L'indice global est fortement impacté par le recul de la confiance des consommateurs (-10 points) dont l'inquiétude sur la dégradation de leur situation financière est grandissante. Un pessimisme qui se ressent également dans le secteur du commerce au détail qui enregistrent une baisse de plus de 5 points sur le mois. Les intentions d'achats importants accusent également un net repli. L'activité industrielle craint par ailleurs un avenir plus sombre en raison de commandes en baisse et de tensions importantes et durables sur l'approvisionnement. Les activités de services sont en revanche jugées en meilleure situation grâce à des anticipations de commandes sensiblement plus élevées. L'indice de confiance dans la construction reste à un niveau stable avec des perspectives de commandes encore satisfaisantes. Enfin, les anticipations de chômage remontent sur l'ensemble

des pays en réaction au degré élevé d'incertitude engendré par la guerre en Ukraine, qui obscurcit toute perspective de croissance à court terme.

UEM : indicateurs de confiance



Sources : CE, Crédit Agricole S.A.

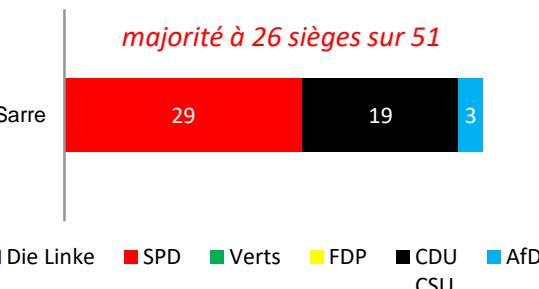
Notre opinion – Les enquêtes sur le sentiment économique de la zone euro en mars confirment la dégradation des perspectives de croissance relevée par les enquêtes auprès des directeurs d'achat. Les activités de services et la construction semblent échapper à une baisse de la demande tandis que la demande en biens industriels et la consommation sont davantage soumis à des vents contraires.

☞ Allemagne : les élections régionales en Sarre redonnent du lustre à la coalition

Les nouvelles élections régionales en Sarre ont apporté quelques changements significatifs dans la gouvernance de ce petit Land d'un million d'habitants. Le Parti social-démocrate arrive en effet en tête des résultats avec 43,5% des voix obtenues, devant le Parti chrétien démocrate à 28,6% et le Parti nationaliste AfD à 5,7%. Le Parti d'extrême gauche Die-Linke effectue une chute de plus de 10 points et se retrouve évincé du parlement. Le Parti des Verts (4,9% des voix) et les libéraux du FDP (4,8%) ne réussissent pas à franchir le seuil des 5% nécessaires pour être représentés au parlement régional. Ces résultats confortent un changement de gouvernance en faveur de la grande coalition au pouvoir et du chancelier social-démocrate Olaf Scholz. Le SPD dispose en effet d'une nette majorité de sièges au parlement (29 sièges sur 26 nécessaires), reléguant le parti conservateur dans

l'opposition après deux décennies de gouvernance du Land.

Distribution des sièges au parlement (mars-2022)



Sources : Landeswahlleiter, Crédit Agricole S.A.

☒ Notre opinion – La Sarre change de gouvernement après deux décennies sous l'égide de l'Alliance des conservateurs, CDU-CSU. Le Parti social-démocrate, arrivé largement en tête, pourra gouverner seul la région grâce à l'obtention d'une large majorité des sièges au parlement. Ces résultats renforcent la position de l'actuelle majorité de coalition au pouvoir en donnant une large victoire aux sociaux-démocrates. Les conservateurs peinent à retrouver de leur visibilité en dépit du renouveau annoncé par le nouveau chef de parti des conservateurs, Friedrich Merz.

☞ Italie : les premiers effets du conflit sur la confiance

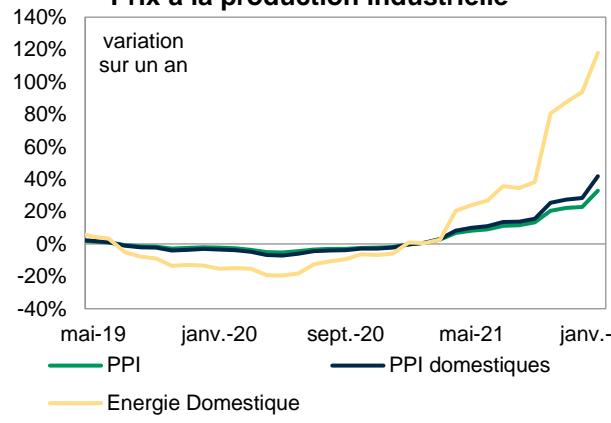
Les premiers effets du conflit russe-ukrainien commencent à se matérialiser sur la confiance des agents économiques. L'indice de confiance (Istat) des entreprises a de nouveau baissé en mars après la reprise enregistrée le mois précédent, passant de 107,9 à 105,4. Cette baisse concerne tous les secteurs, à l'exception de celui de la construction où l'indice de confiance passe de 159,7 à 160,1.

Dans le secteur manufacturier, l'indice de confiance a diminué pour le quatrième mois consécutif passant de 112,9 en février à 110,3. Les entreprises du secteur font état d'un recul de leurs anticipations de production et d'une détérioration des commandes. Une inflexion des anticipations que l'on retrouve également dans l'indice PMI d'IHS Markit. Bien qu'il se situe au-dessus du seuil de 50, celui-ci a atteint en mars (à 55,8) son niveau le plus bas depuis janvier 2021. Outre les problèmes liés à l'offre et à la hausse des prix rapportés depuis septembre 2021, les enquêtes indiquent à présent un ralentissement du côté de la demande et un climat de plus en plus incertain dans ce contexte de guerre en Ukraine.

Les prix à la production ont par ailleurs enregistré une nouvelle hausse en février 2022, de 0,4% par rapport à janvier et de 32,8% sur un an. La hausse la plus marquée concerne les intrants importés (+1% par rapport à janvier), alors que le mouvement est contenu sur le marché intérieur (+0,2%). Les prix de l'énergie continuent de tirer les coûts de production à la hausse avec une progression de 35,7% sur un

an pour les prix des produits pétroliers raffinés sur le marché intérieur, +14,4% en zone euro, +50,3% hors zone euro.

Prix à la production industrielle



Source : Istat, Crédit Agricole S.A./ECO

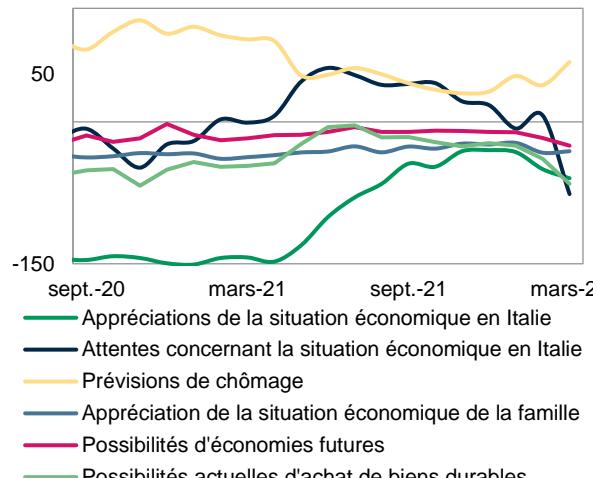
L'ensemble des catégories d'intrants dont le processus de fabrication est fortement énergivore voient également leurs prix flamber, aussi bien sur le marché domestique qu'à l'extérieur. C'est le cas de la métallurgie (+23,9% marché intérieur, +32,1% zone euro, +25,8% hors zone euro en variation annuelle), de la chimie (+20,6% marché intérieur, +20,7% zone euro, +18,6% hors zone euro), des industries du bois, du papier et de l'imprimerie (+16,0% marché intérieur, +16,5% zone euro, +14,6% hors zone euro) et des articles en caoutchouc et plastiques (+14,3% marché intérieur,

+13,9% hors zone euro). Pour le moment, le chiffre d'affaires de l'industrie se montre résilient face à la hausse des prix. Il a augmenté de 2,3% en janvier, soutenu par une hausse plus prononcée sur le marché intérieur (+2,7%) que sur le marché extérieur (+1,3%).

Concernant les ménages, la baisse de confiance est encore plus marquée. L'indice de confiance des consommateurs a fortement baissé pour atteindre son plus bas niveau depuis janvier 2021, passant de 112,4 en février à 100,8 en mars. Les ménages anticipent davantage une détérioration du climat économique (129,4 à 98,2) et son incidence sur leur situation personnelle (106,8 à 101,7). Ils sont également plus nombreux à anticiper une détérioration du marché du travail dans les mois à venir avec une hausse des anticipations d'augmentation du chômage. Les conséquences du conflit sur la détérioration de l'environnement économique ne s'étant pas encore pleinement manifestées, les données sur l'emploi sont encore bien orientées. En février, l'emploi a augmenté de

0,4% par rapport au mois précédent amenant le taux d'emploi à 59,6%, soit +0,6 point par rapport à février 2020, et le taux de chômage est tombé à 8,5%.

Enquête de confiance des ménages



Source : Istat, Crédit Agricole S.A./ECO

Notre opinion – Les ménages ont des raisons de s'inquiéter notamment en ce qui concerne leur pouvoir d'achat qui sera rogné davantage encore par la hausse des prix à la consommation. En mars 2022, l'IPC a enregistré une augmentation de 1,2% par rapport à février et de 6,7% sur un an (contre +5,7% le mois précédent). L'accélération de l'inflation reste toujours portée par les biens énergétiques, dont les prix ont crû en variation annuelle de 52,9% contre +45,9% en février, et, dans une moindre mesure, par les biens alimentaires. L'inflation sous-jacente a également accéléré, de +1,7% à +2,0%.

Espagne : inflation, la réponse du gouvernement

Le gouvernement espagnol a finalement dévoilé son paquet de mesures visant à atténuer l'impact de la hausse des prix énergétiques. Ces mesures comprendront 10 Mds€ sous forme de prêts garantis par l'État et 6 Mds€ d'aides directes et de réductions des taxes sur l'électricité. Parmi les mesures les plus importantes pour préserver le pouvoir d'achat le décret prévoit une baisse de 0,2€ sur le prix du carburant pour tous les consommateurs, qui sera effective à partir du 1^{er} avril et une limite de 2% pendant trois mois sur les augmentations des loyers. L'aide du revenu minimum vital sera également augmentée de 15% et la prime sociale électrique (remise de 60%-70% sur la facture d'électricité pour les ménages les plus vulnérables) sera étendue à 600 000 familles supplémentaires, pour atteindre 2 millions de familles, selon les calculs de l'exécutif.

Le plan prévoit également la réduction de la TVA sur l'électricité, la suspension de la taxe sur la production électrique et la réduction au minimum de la taxe spéciale sur l'électricité, soit des mesures de réduction du coût de la facture, en vigueur depuis l'été de l'année dernière. Le décret prolonge ces mesures jusqu'en juin et fait monter leur coût à 4 milliards d'euros pour six mois. La liquidation du système de subvention des producteurs de

renouvelables (système Recore), qui perçoivent une rémunération supérieure aux 7,1% des fonds engagés et doivent donc restituer des revenus, sera avancée. Cela permettra d'utiliser environ 1,8 Md€ pour réduire les charges de la facture d'électricité.

En ce qui concerne les aides aux entreprises, les péages pour les branches d'activité intensives en électricité seront réduits de 80%. La mesure concerne quelque 600 grandes entreprises avec un coût de 500 Mns€. Il est également prévu de constituer un nouveau fonds de 450 Mns€ d'aides directes aux entreprises de transport de marchandises et de personnes, et la durée de maturité des prêts garantis par l'État et le délai de grâce pour les secteurs les plus touchés seront allongés. Pour le secteur de l'agriculture et de l'élevage, le décret prévoit une aide de 362 Mn€ et de 68 Mn€ pour la pêche. De plus, il y aura un mécanisme exceptionnel de protection de l'emploi durant ces mois, avec des limites de licenciement jusqu'en juin, et les entreprises pourront à nouveau faire appel aux Dossiers de réglementation de l'emploi temporaire (ERTE) pour éviter des destructions massives d'emplois si la situation s'aggrave.

Notre opinion – Le paquet de mesures annoncé par le président Sanchez intervient quelques jours après la décision du Conseil européen de reconnaître à l'Espagne et au Portugal leur particularité « d'île énergétique »¹. Il permettra à ces deux pays de plafonner temporairement le prix du gaz utilisé pour produire de l'électricité. Dans ce contexte, l'IPC espagnol a atteint un nouveau sommet en mars et progresse de 9,8% en glissement annuel (7,6% en février). Hier, les deux pays ont envoyé une proposition à l'exécutif communautaire pour limiter le prix maximum du gaz pour les centrales de production d'électricité – centrales à cycle combiné et cogénération, à 30 € par MWh, contre 120 € aujourd'hui. L'augmentation du prix de ce carburant ces derniers mois est le principal facteur de l'escalade du prix de l'électricité, qui coûte aujourd'hui près de cinq fois plus cher qu'il y a un an. Le gouvernement estime que la mesure pourrait faire baisser le prix moyen du marché de gros de l'électricité – sur lequel se basent directement les contrats régulés – à 120 ou 130 € par MWh. Ce chiffre contraste avec les plus de 220 € enregistré ce vendredi et avec les 284 € en moyenne en mars. Une baisse du prix des factures sur le marché régulé, qui est prise en compte par l'Institut national de la statistique (INE) dans son calcul, se traduirait automatiquement par un assouplissement de l'IPC et contribuerait à réduire l'écart entre le taux d'inflation espagnol et celui de la moyenne de la zone euro, qui est d'environ 2% dans les dernières mois et s'explique en grande partie par le coût plus élevé de l'électricité.

¹ L'Union européenne a recommandé en 2002 que tous les pays membres aient une interconnexion d'au moins 10% de leur capacité installée pour la production d'électricité en 2020. Cet objectif a été revu en 2014 et porté à 15% d'ici 2030. Mais aujourd'hui, l'Espagne ne dispose que de cinq liaisons électriques avec la France qui totalisent 2 800 mégawatts de puissance et représentent 2,8% du total de l'énergie du pays (100 000 mégawatts), loin des 11 000 mégawatts dont elle aurait besoin pour atteindre l'objectif de l'UE fixé il y a deux ans.

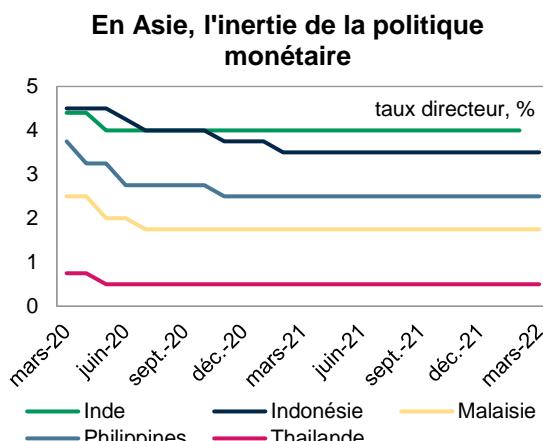
Pays émergents

Asie

Asie du Sud-Est : le statut quo des banques centrales

Un à un, les communiqués des banques centrales d'Asie du Sud ont livré le même message en mars : pas de hausse des taux pour le moment, malgré le resserrement de la Fed.

Si bien que dans la zone, seules les banques centrales coréenne et taïwanaise ont pour l'instant resserré leur politique monétaire : en Corée avec trois hausses de 25pb depuis août, et à Taïwan avec une première hausse de 25 pb en mars.



Sources : banques centrales, Crédit Agricole S.A./ECO

Pourquoi ce retard par rapport au reste du monde émergent ?

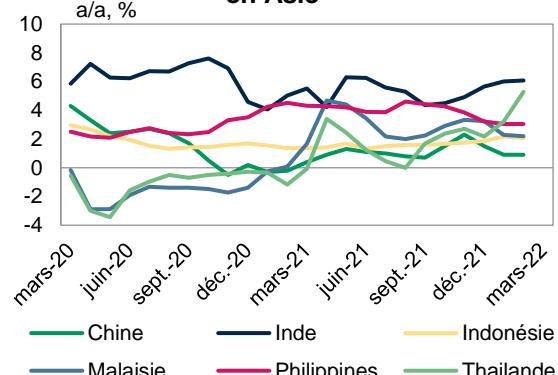
Si l'on compare l'évolution des taux des autres pays émergents, qu'ils se situent en Amérique latine, en Europe de l'Est ou en Afrique, le constat est le même, puisque les banques centrales de ces pays ont rapidement et fortement augmenté leur taux directeur : +75 pb en Afrique du Sud, +225 pb au Mexique, +340 pb en Pologne et même +975 pb au Brésil, où le resserrement a été de loin le plus brutal.

Dans le même temps, les banques centrales asiatiques sont restées sur une position bien plus attentiste, qu'elles peuvent tenir pour l'instant pour trois raisons :

- 1- **Les pressions inflationnistes sont pour l'instant moins fortes** que dans le reste du monde, développé ou émergent. Ces pays bénéficient surtout de prix à la production (hors produits énergétiques) bien moins élevés. Le *pass through* entre prix à la production et prix à la consommation y est aussi plus limité, car la reprise, en particulier de la consommation privée, y a été moins forte et donc l'équation offre/demande s'équilibre à un niveau en moyenne plus bas. Ces pays bénéficient en outre de leur proximité avec la Chine, pays dans

lequel l'inflation reste aussi à un niveau plus que contenu (0,9% en février) et qui sert de modérateur des prix dans la zone. Enfin, l'importance du commerce intra-zone leur permet d'être moins exposés à l'explosion des coûts de transport (fret), qui explique en partie la forte tension sur les prix à la production.

Une inflation encore contenue en Asie

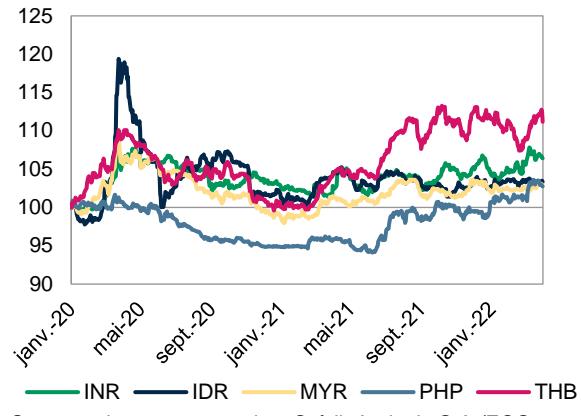


Sources : Instituts nationaux, Crédit Agricole S.A./ECO

- 2- **Le niveau des taux directeurs y était resté en moyenne plus élevé.** Les banques centrales asiatiques avaient, comme toutes les autres, largement utilisé l'arme monétaire durant la crise pour soutenir leur activité, et procédé à plusieurs baisses de taux durant le premier semestre 2020. Mais, toujours marquées par les crises de la fin des années 1990 et partisanes d'une certaine orthodoxie monétaire, leur approche avait été plus prudente. Les baisses de taux cumulées n'avaient ainsi pas dépassé les 125 pb, à comparer avec les 200 ou 250 pb de baisses pratiquées dans les pays d'Amérique latine. Cette posture de prudence fait que leurs fondamentaux restent pour le moment plus alignés avec leur niveau de taux.
- 3- **Les taux de change sont pour l'instant moins volatils.** Dans un contexte de fortes tensions liées au conflit russo-ukrainien, à l'accélération de la hausse du prix des matières premières et au resserrement de la politique monétaire américaine, les devises asiatiques ont pour l'instant plutôt bien résisté. Deux d'entre elles nous paraissent cependant plus fragiles : le baht thaïlandais et la roupie indienne. La roupie indienne paye le prix de la dépendance de l'Inde au pétrole (30% des importations) mais aussi à l'or (un peu plus de 10% en incluant aussi les diamants), qui va peser fortement sur la balance commerciale et

le solde courant dans les prochains mois. La banque centrale a les moyens de défendre sa monnaie, mais il n'empêche que l'Inde, en raison aussi de son positionnement géopolitique non-aligné avec les Occidentaux, ressort comme un pays plus sensible au conflit. Le baht quant à lui avait déjà commencé à décrocher mi-2021. Sa dépréciation s'explique essentiellement par la faiblesse de la reprise économique en Thaïlande. Sans les touristes internationaux, la croissance a en effet péniblement atteint les 1,6% en 2021, après une récession de 6,1% en 2020. Avec une inflation en nette accélération, une activité encore sous contraintes, une forte dépendance au pétrole et le taux directeur le plus bas de la zone (0,5%), la Thaïlande est effectivement l'économie en plus mauvaise posture, d'où des tensions sur le change qui s'intensifient.

Devises asiatiques



Notre opinion – Le maintien de taux bas en Asie est avant tout dicté par un principe de réalité : celui d'une activité économique encore très heurtée par la crise de la Covid. Le taux de croissance moyen des pays de l'Asean se situait autour de 3,1% en 2021, contre 6,5% en Europe de l'Est et 6,8% en Amérique latine. Les banques centrales ont donc fait le choix de continuer à soutenir leur économie via des politiques monétaires accommodantes, tant qu'elles le peuvent encore. Le resserrement américain ainsi que l'envolée des prix du pétrole, qui va peser sur l'inflation, les placent donc dans une position d'arbitrage très inconfortable. Plutôt adeptes de l'orthodoxie monétaire, héritage des douloureuses crises des années 1990, les banques centrales asiatiques feront sans doute aussi le choix de politiques monétaires plus restrictives, au risque de freiner une reprise encore balbutiante.

Consultez également la publication **Perspectives ECO** :

[Inflation – Asie, Amérique latine, le poids de l'histoire et de l'isolement](#), parue le 31 mars 2022

Moyen-Orient et Afrique du Nord

☞ Égypte : des aides financières importantes de la part des pays du Golfe

Après l'appel à l'aide au FMI lancé la semaine dernière par les autorités égyptiennes, les pays pétroliers du Golfe se mobilisent pour apporter une aide financière d'urgence à l'Égypte. Le pays subit depuis quelques semaines de fortes tensions de liquidité externe en raison de l'impact de la guerre en Ukraine sur sa balance commerciale et une fuite de capitaux, en particulier des investissements de portefeuille. Des tensions qui ont provoqué la dévaluation de 14% de la livre égyptienne et une hausse des taux de 1% il y a dix jours.

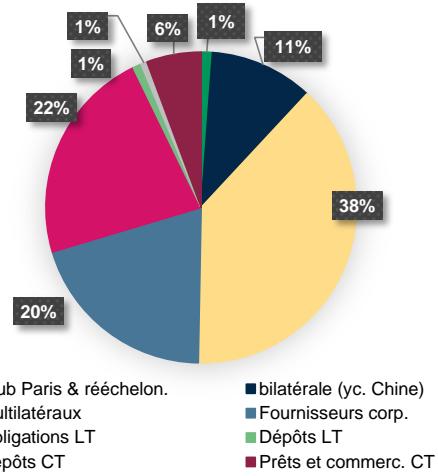
Trois pays du CCG ont fait des annonces en ce sens. Les Émirats ont communiqué sur un investissement de 2 Mds USD dans des sociétés cotées à la bourse du Caire, et notamment le rachat de 18% du capital de la principale banque commerciale privée CIB ; le Qatar a annoncé vouloir créer 5 Mds USD d'investissements nouveaux ; l'Arabie saoudite a confirmé avoir fait un transfert de 5 Mds USD de soutien direct à la Banque centrale sous forme de liquidités. Dans le cas des Émirats et du Qatar, il s'agit de nouveaux soutiens. Le renouvellement des aides des pays du Golfe est en grande partie dû au bon comportement de créancier de l'Égypte qui a remboursé progressivement, depuis 2017, ses arriérés de paiement dans le secteur pétrolier.

Ces aides, si elles se matérialisent toutes, représentent 3% du PIB du pays, un montant non négligeable car équivalent à plus de la moitié de l'aide actuelle du FMI. Elles devraient donc soutenir les réserves en devises et protéger la livre contre des dépréciations futures non maîtrisées.

À fin septembre 2021, la dette externe de l'Égypte s'élève à 137,4 Mds USD. Sa répartition (cf. graphique) montre qu'elle est essentiellement portée par des organismes multilatéraux (50% par le FMI et 50% par les autres multilatéraux de type Banque

mondiale, BERD, etc.), ainsi que par les aides bilatérales. Quatre pays soutiennent le pays en direct pour 12 Mds USD (les Émirats, le Koweït et l'Arabie) et de façon indirecte la Chine pour 3,8 Mds USD. Au total, la moitié de la dette externe est donc portée par les aides multi et bilatérales. En trois années, les créanciers externes de l'Égypte ont fortement évolué avec une très forte hausse des aides multilatérales de 21% à 38% du total, des crédits fournisseurs à long terme et des emprunts obligataires (de 15% à 22%) au détriment des dépôts et des dettes restructurées. Cette évolution et les aides promises cette année illustrent donc la plus forte dépendance du pays aux financements de soutien d'urgence.

Egypte : composition de la dette externe



Source : CBE, Crédit Agricole SA/ECO

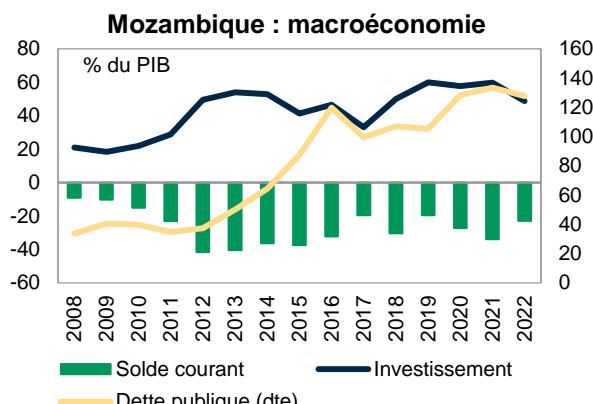
La dette souveraine domestique, estimée à 93% du PIB, est détenue très majoritairement par les banques égyptiennes qui sont les principales créancières de l'État et pour lequel elles consacrent une grande part de leur liquidité.

☒ Notre opinion – Les aides des pays du CCG témoignent de la proximité économique et politique entre les pays du Golfe et l'Égypte. L'aide du Qatar mérite d'ailleurs d'être soulignée compte tenu de l'embargo encore récent de l'Égypte à l'encontre de Doha. Compte tenu de leur taille assez élevée, ces aides pourraient aussi être un moyen pour que l'Égypte évite de solliciter un nouveau soutien financier du FMI, plan d'aide qui pourrait avoir des conditionnalités estimées trop douloureuses par les autorités du Caire.

Afrique sub-saharienne

Mozambique : retour du FMI dans le pays alors qu'un nouveau gisement gazier devrait entrer en service cette année

Le FMI et les autorités du Mozambique sont parvenus en début de semaine à un accord préliminaire pour un programme sur la période 2022-2025. Accompagné d'une facilité élargie de crédit d'un montant de 470 millions de dollars, le programme prévoit des mesures d'assainissement budgétaire et de réforme fiscale. Le Mozambique est par ailleurs appelé à créer un fonds souverain pour gérer les ressources futures de la manne gazière du pays.



Source : FMI, Crédit Agricole S.A.

Ce programme serait mis en place alors que les perspectives du Mozambique sont en amélioration pour l'année 2022. D'une part, les principaux produits d'exportations du pays (aluminium, charbon et électricité) sont à des niveaux de prix élevés et enregistrent une forte demande, ce qui va accroître les recettes d'exportations du pays, ainsi que les recettes publiques. D'autre part, la production de gaz naturel du champ offshore Coral South devrait débuter durant le second semestre de l'année.

Cette zone du bassin de Rovuma fait partie des gigantesques champs de gaz naturel découverts à partir des années 2010. Ces zones gazières constituerait les 9^e réserves mondiales. Leur exploitation représente donc un haut potentiel de développement pour le pays. À pleine capacité, le champ Coral South devrait générer 0,5 à 1% du PIB en recettes pour le gouvernement.

Pour le champ de la zone 1, qui est un projet développé par TotalEnergies, c'est 2 à 2,5% du PIB de recettes annuelles que le gouvernement pourrait toucher. Ce projet est cependant mis à l'arrêt depuis un an à cause d'attaques menées par des insurgés islamistes dans la province de Cabo Delgado. L'intervention des forces rwandaises, et d'un contingent envoyé par la *Southern Africa Development Community* (SADC), a permis aux autorités mozambicaines de reprendre le contrôle, mais la situation sécuritaire demeure instable. Cette mise à l'arrêt forcée devrait donc repousser d'encore deux ans le début de l'exploitation de la zone 1, à 2026.

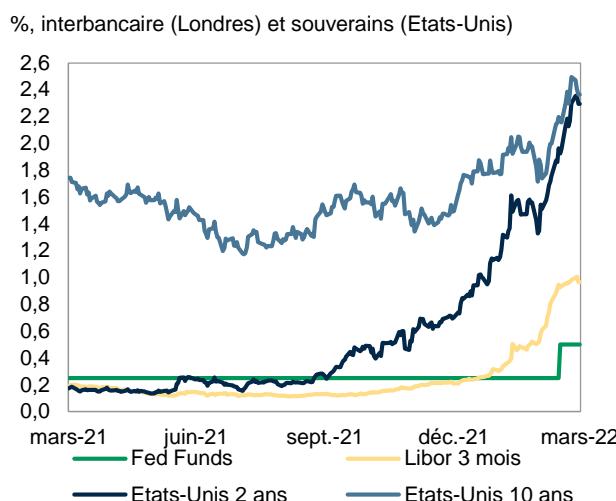
Le Mozambique enregistre depuis une décennie de très forts déficits de son solde courant, -30% du PIB en moyenne de 2011 à 2021. Ils sont provoqués par les très fortes importations de biens et services industriels nécessaires au développement des gisements gaziers du pays. Les nouvelles recettes d'exportations de gaz naturel liquéfié (GNL) devraient donc réduire le déficit du solde courant du Mozambique pour 2022, de 20 à 15% du PIB.

La situation du pays à moyen terme, et notamment la soutenabilité de son équilibre externe, sera donc dépendant de l'avancement des différents projets de développement gaziers.

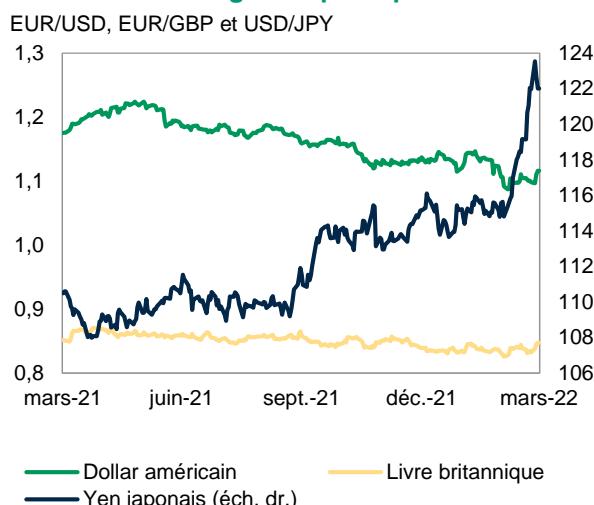
Notre opinion – Les conséquences de la guerre en Ukraine sur le prix du gaz vont profiter au Mozambique s'il parvient effectivement à débuter sa production cette année. Par ailleurs, compte tenu du volume de ses réserves le pays représente une source alternative et de diversification significative pour les approvisionnements en gaz. Cette perspective, toutefois dépendante de l'avancement des projets d'exploitation, devrait stimuler voire accroître les investissements étrangers dans le pays, de même que le développement de ses infrastructures.

Tendances à suivre

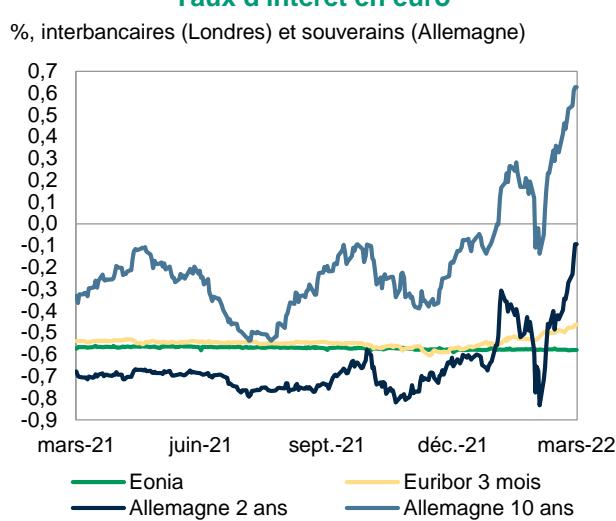
Taux d'intérêt en dollar américain



Taux de change des principales devises

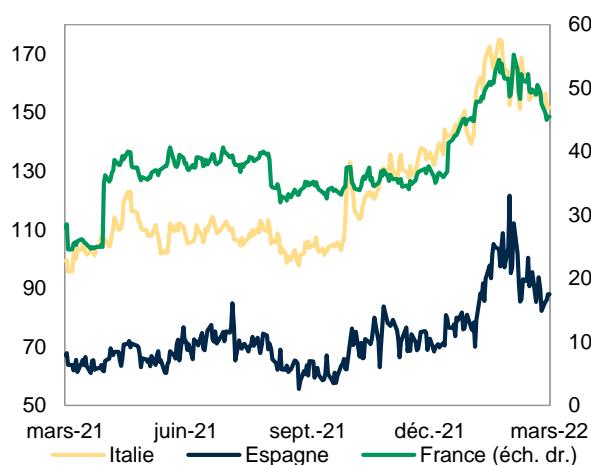


Taux d'intérêt en euro



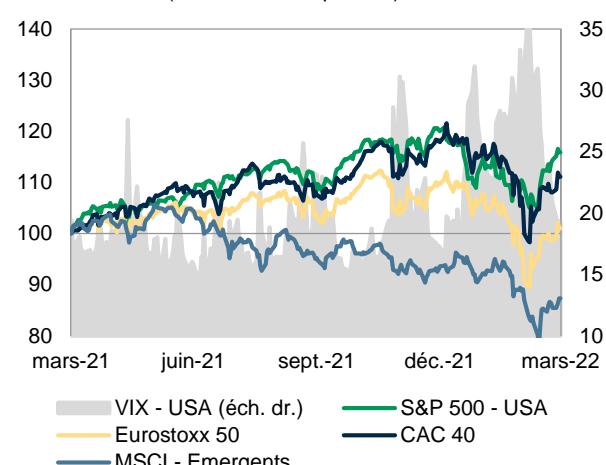
Spreads souverains européens avec le Bund

Pdb, dette en EUR à dix ans



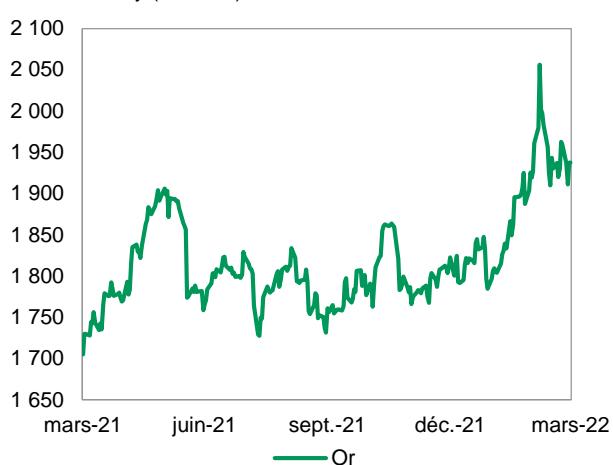
Marché actions

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



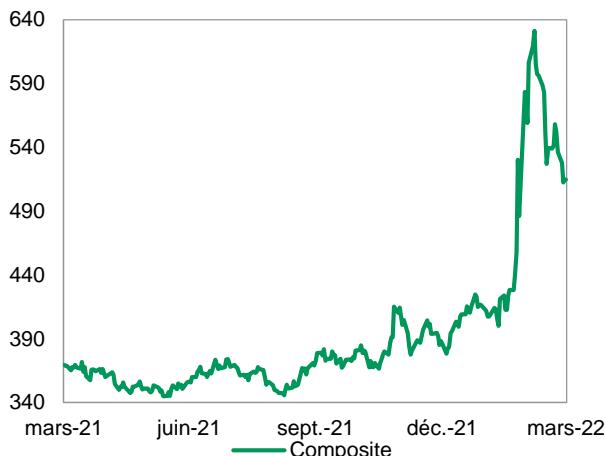
Cours de l'once d'or

USD/Once troy (Londres)



Spreads souverains émergents avec le T-Bond

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



Source : JP Morgan

Coût du transport maritime de vrac sec

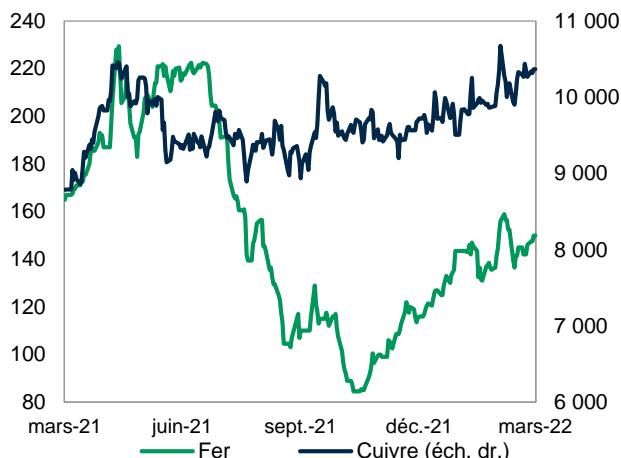
Baltic Dry Index (USD/point)



Source : Baltic Exchange

Cours des métaux

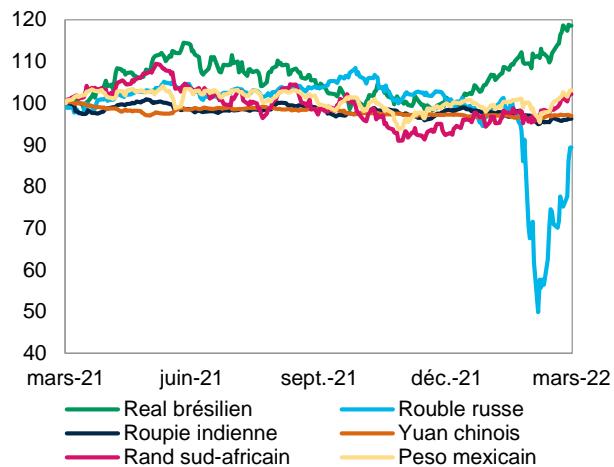
USD/tonne métrique



Sources : Steel Home, London Metal Exchange

Devises émergentes

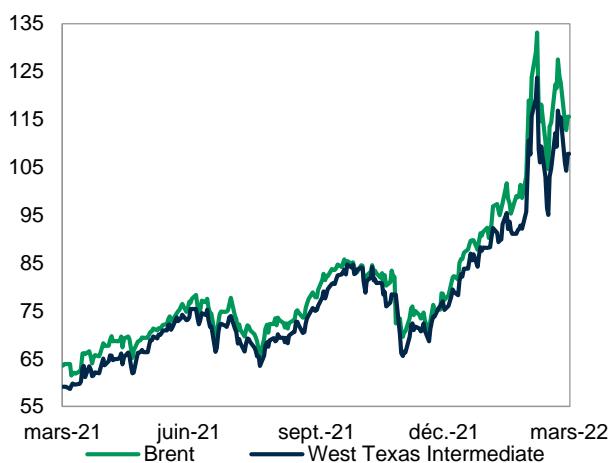
/USD (indice 100 = début de période)



Source : Thomson Reuters

Cours du baril de pétrole brut en USD

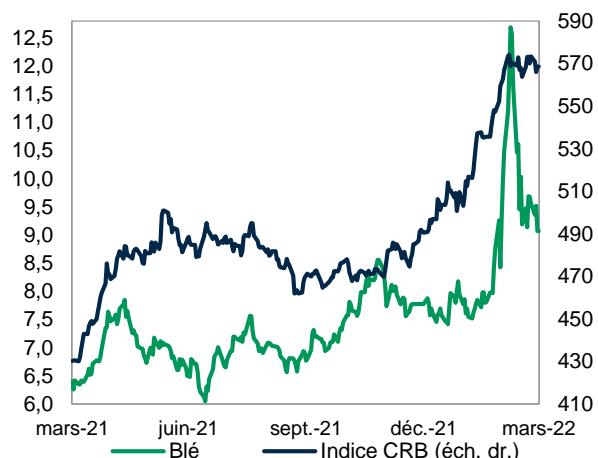
Brent (mer du Nord) et WTI (golfe du Mexique)



Source : Thomson Reuters

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
31/03/2022	<u>Inflation – Asie, Amérique latine, le poids de l'histoire et de l'isolement</u>	Asie, Amérique latine
31/03/2022	<u>Ne pas hâter les récits géopolitiques</u>	Monde
30/03/2022	<u>France – Élections 2022 – Dette publique, impôts, dépenses : enjeux et propositions</u>	France
30/03/2022	<u>Asie centrale – La seconde mort de l'URSS</u>	Asie
29/03/2022	<u>Monde – Secteur bancaire : l'exclusion de sept banques russes du système SWIFT, quels effets ?</u>	Banques
29/03/2022	<u>Italie – Le décret énergie pour contrer la hausse des prix du gaz</u>	Italie
29/03/2022	<u>Chine – Où en est l'internationalisation du yuan ?</u>	Asie
28/03/2022	<u>Royaume-Uni – Inflation : nouvelles révisions à la hausse de nos prévisions</u>	Royaume-Uni
25/03/2022	<u>Monde - L'actualité de la semaine</u>	Monde
24/03/2022	<u>Le scénario de stagflation n'est pas inéluctable</u>	Europe
23/03/2022	<u>Corée du Sud – La victoire de Yoon Seok-youl plonge la Corée dans une cohabitation inédite</u>	Asie
23/03/2022	<u>France – Élections 2022 : pouvoir d'achat, état des lieux et principaux enjeux</u>	France
22/03/2022	<u>Égypte – La fragilité intrinsèque du pays se matérialise à nouveau sur les marchés financiers</u>	Égypte
22/03/2022	<u>Parole de banques centrales – Troisième hausse de taux par la BoE et une inflation vers 8% en avril !</u>	Royaume-Uni
21/03/2022	<u>Parole de banques centrales – La Fed entame son resserrement monétaire avec confiance</u>	États-Unis
21/03/2022	<u>France – Élections 2022 : compétitivité et réindustrialisation</u>	France

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.