

# Perspectives

Hebdomadaire – N°22/125 – 8 avril 2022

## MONDE – L'actualité de la semaine

☞ Des faucons (grand et petit) et des sanctions .....	2
☞ Les investissements directs étrangers dans les pays émergents .....	3
☞ France : la production manufacturière recule en février .....	5
☞ Allemagne : la production industrielle bientôt dans la tourmente ? .....	5
☞ Espagne : PIB revu à la baisse, selon les prévisions de la Banque d'Espagne .....	6
☞ Au bord du défaut, le Sri Lanka affronte la pire crise depuis son indépendance .....	8
☞ Liban : les chiffres du PIB 2020 enfin connus .....	10
☞ Hongrie : le 4x4 de Victor Orban .....	11
☞ Kenya : la banque centrale maintient son taux directeur .....	12

## 👉 Des faucons (grand et petit) et des sanctions

Les marchés ont vécu une bien mauvaise semaine. Une semaine marquée par un recul des marchés actions, une hausse des taux d'intérêt courts et longs, un écartement des *spreads* des pays « périphériques » à l'égard du taux allemand. Le *spread* OAT-Bund atteint son niveau le plus large depuis presque un an. Enfin, l'euro continue de se déprécier.

Les marchés ont, tout d'abord, été refroidis par la tonalité « hawkisch » du procès-verbal de la réunion du FOMC de mars. Celui-ci a confirmé un resserrement quantitatif plus précoce et plus rapide et a fourni des détails plus explicites sur le calendrier, le rythme et la montée en puissance. Il pourrait ainsi être entamé à l'issue de la prochaine réunion en mai. Il devrait s'opérer selon un plafond mensuel de 95 Mds USD (60 Mds de titres souverains et 35 Mds de MBS) à rapprocher d'un rythme de 50 Mds USD lors du précédent dégonflement du bilan. Outre le bilan, les minutes font état des dissensions sur la hausse de taux déjà décidée : certains des participants étaient favorables à une hausse de 50 points de base (pb) dès mars mais, compte tenu des incertitudes liées au conflit en Ukraine, la plupart était « confortable » avec une hausse de 25 pb. Enfin, les membres préféreraient que la « neutralité » soit atteinte rapidement. Au cours du premier semestre, notre scénario table sur une hausse de 50 pb en mai suivie de 25 pb en juin qui menace de se transformer en 50 pb.

Bien que clairement moins avancée sur la voie de la normalisation (certains diraient « en retard sur la voie du resserrement »), le compte-rendu de la réunion de la BCE de mars n'a pas non plus rassuré les marchés. Il laisse une impression de flou : le resserrement se dessine mais les modalités sont imprécises. Selon les termes du compte-rendu, « il était nécessaire de maintenir l'optionalité dans la conduite de la politique monétaire ».

Le compte-rendu signale, en effet, des discussions animées au sein du conseil des gouverneurs et des appréciations divergentes de l'inflation. À Philip Lane, économiste en chef qui a souligné la probabilité croissante d'un retour de l'inflation vers la cible de 2% à moyen terme a répondu le « cœur des sceptiques » évoquant les surprises à la hausse mais aussi des indicateurs d'inflation sous-jacente signalant une inflation (globale et de base) plus élevée à l'avenir. Dissensions sur l'inflation mais convergence sur le rôle que doit endosser la politique budgétaire face à la crise énergétique pour réduire le risque de décélération ; convergence, globalement, sur la crédibilité de la banque centrale pour atténuer le risque de spirale salaires-prix.

Et donc, de conclure que l'inflation appelait une normalisation de la politique monétaire en précisant que l'évolution du contexte depuis décembre nécessitait d'agir « avec confiance et sans hésitation excessive ». D'où la décision de mettre fin à l'assouplissement quantitatif tout en laissant planer l'incertitude sur sa date de fin, donc le rythme des achats d'actifs au troisième trimestre. Quant aux taux d'intérêt, le débat sur la question de savoir si les trois conditions sont remplies n'est évidemment pas clos. Et de conclure qu'il était « sage de conserver une certaine optionalité bilatérale ».

Enfin, l'Union européenne a adopté un nouveau paquet (le cinquième) de sanctions économiques contre la Russie. Il interdit notamment les importations de charbon : il s'agit de la première sanction pénalisant directement les revenus tirés des exportations énergétiques. Jusqu'à présent, compte tenu de l'opposition de l'Allemagne et de la Hongrie en raison de leur dépendance vis-à-vis des combustibles fossiles importés de Russie, les sanctions de l'UE avaient épargné le secteur énergétique. Des sanctions supplémentaires (visant le pétrole et le gaz naturel ainsi que d'éventuels comptes séquestres destinés à y déposer les « sur-bénéfices » générés par la hausse du prix du pétrole depuis le début de la guerre) sont étudiées.

## Éditorial

### ☞ Les investissements directs étrangers dans les pays émergents

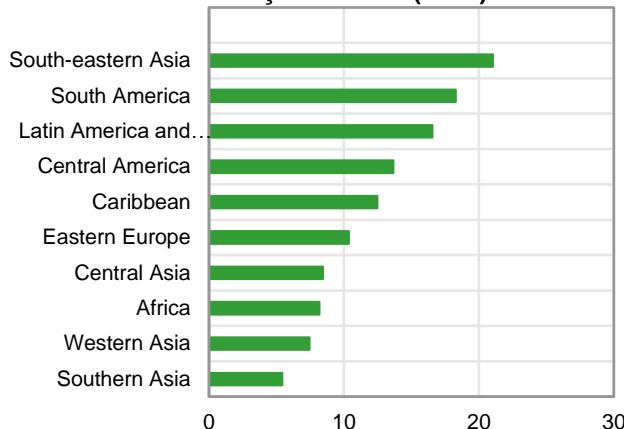
Les flux d'investissements directs étrangers dans le monde vont constituer, avec les échanges commerciaux, les signaux les plus objectifs du rythme et des orientations que prendra la sortie de l'hyper-globalisation. En fait, ce sont ces investissements, et particulièrement la catégorie dite « greenfield » des nouveaux investissements, qui vont redessiner le terrain de jeu d'une mondialisation désormais marquée par les impératifs de souveraineté nationale, de transition énergétique mais aussi de risque de réputation.

Or, les grandes tendances en train d'émerger lentement (d'autant que les chiffres arrivent également lentement) en matière d'investissements directs, sont pour l'instant au détriment des pays les moins avancés – mettons de côté les pays qui bénéficieront d'une nouvelle rente liée aux ressources essentielles à la transition climatique. Rappelons qu'en 2020, selon la CNUCED, le G20 concentrait déjà 59% des flux d'investissements directs mondiaux en valeur contre 19,7% pour les fameux BRIC – dont il va falloir désormais enlever le R. En termes de pays, la carte est cependant différente puisque la Chine était juste derrière les États-Unis, avec respectivement 149 et 156 Mds USD reçus.

#### Si les investissements directs se concentrent dans les pays développés...

Si la concentration des flux d'investissements directs sur les pays les plus développés se confirmait dans les années à venir (car prudence, nous sommes dans un environnement fluide en matière stratégique, que ce soit pour les États ou les entreprises), cela voudrait dire évidemment que les moins avancés doivent revoir leurs modèles de développement. Car, depuis cinquante ans, non seulement les investissements directs sont une part essentielle de l'effort d'investissement dans de nombreux pays émergents ; mais les stratégies de « décollage » des gouvernements restent très influencées par cette idée que l'ouverture des économies en est la clé, ainsi que l'intégration dans la chaîne de valeur mondiale. Décollage signifie toujours, plus ou moins, rattrapage. Paradoxe de l'histoire, reviendrons-nous donc, dans certains pays, aux vieilles recettes des années 60, quand de grands pays comme l'Inde ou la défunte Union soviétique cherchaient dans l'État, la planification et la politique industrielle centralisée, les ressorts d'un développement autonome...

Contribution à la FBCF des investissements directs reçus en 2019 (en %)



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

Il faut dire qu'en 2020, l'impact du choc sanitaire a été beaucoup plus brutal que la crise de 2009 sur les flux d'investissements directs dans le monde, la CNUCED estimant la chute annuelle à 35% en valeur, ramenant ces flux au plus bas depuis 2005<sup>1</sup>. En fait, c'est bel et bien sur ce segment de la mondialisation que le choc sanitaire a été l'un des plus forts, plus que sur la production ou le commerce. Aujourd'hui, les perspectives d'une reprise sont par ailleurs très modérées, 57% des investisseurs restant optimistes à 3 ans contre 72% en 2020. Surtout, le choc sanitaire a été particulièrement rude pour les nouveaux investissements qui n'ont pas connu, sur la fin 2020 et en 2021, la même reprise que d'autres segments d'investissements, comme les fusions-acquisitions par exemple, notamment dans le secteur des nouvelles technologies et des communications – c'est d'ailleurs ce qui a porté les investissements en Inde.

#### La chute des nouveaux investissements dans les pays les moins avancés

C'est justement sur ce créneau du *greenfield* que la différence a été la plus nette entre les pays développés et les autres, la chute étant respectivement de 19% pour ces pays contre 42% pour les pays en développement. La zone la plus touchée, toujours sur ce segment des nouveaux investissements, a été l'Afrique, notamment dans le secteur manufacturier (clé pour le développement) avec une chute de 75% contre 46% en Amérique latine et 40% en Asie.

Malheureusement, d'autres facteurs s'ajoutent aujourd'hui, à la fois conjoncturels et structurels, qui pointent tous vers une concentration possible, dans les années à venir, des flux d'investissements directs sur les pays plus développés. Ainsi, la cartographie des déterminants essentiels, dans les

<sup>1</sup> [https://unctad.org/system/files/official-document/wir2021\\_en.pdf](https://unctad.org/system/files/official-document/wir2021_en.pdf)

choix des investisseurs, dessine-t-elle de nouveaux avantages comparatifs qui ne reposent plus, ou beaucoup moins, sur de faibles coûts salariaux<sup>2</sup>.

Trois facteurs se détachent en tête que sont la fiscalité, la capacité à innover et la gouvernance. La taille du marché ou les coûts salariaux viennent bien après. Or, si les pays les plus développés ne sont pas forcément en tête en matière d'attractivité fiscale, ils le sont globalement sur les autres facteurs, et l'importance des critères de RSE va encore renforcer leurs avantages – cela d'autant plus que les entreprises multinationales, très concernées par la RSE, sont également les premiers investisseurs mondiaux, avec 47% du total des investissements directs en 2020.

Paradoxe d'une finance verte dont la tendance naturelle serait donc de renforcer les écarts de développement – il va falloir être très attentif à cela d'autant que les pays les moins avancés sont également, double peine, les plus touchés par les effets du réchauffement. On a bien vu, à la dernière COP, à quel point la question de la justice climatique s'annonce comme une des clés opérationnelles de la transition, entre les pays et au sein des pays.

#### Les pays les plus avancés en tête des classements d'attractivité

L'indicateur Kearney FDI index, fondé sur des enquêtes de confiance à trois ans de décideurs, montre ainsi une concentration de pays développés dans les dix premiers pays les plus attractifs, la Chine passant, en revanche, de la 8<sup>e</sup> à la 12<sup>e</sup> place entre 2020 et 2021. On notera néanmoins que les Émirats arabes unis remontent dans le classement, et passent même juste devant Singapour, à la 15<sup>e</sup> place, ce qui semble valider, au moins dans les anticipations des investisseurs, leur volonté de devenir un nouveau pôle d'attractivité dans le paysage global des investissements mondiaux. Ils gagnent d'ailleurs aussi six places dans le classement de la CNUCED des pays qui investissent le plus à l'étranger, en tête des pays arabes.

Dernier facteur en date qui peut aussi renforcer la concentration des flux d'investissements directs vers les plus développés, l'automatisation des économies. En effet, la réorientation des modèles de développement vers une digitalisation accélérée rend totalement stratégique la question du contrôle des données, pour les États ou pour les entreprises, que ce soit pour la localisation des investissements ou pour la génération des revenus. Or, de nombreuses études ne cessent de pointer la multiplication de nouvelles lois de contrôle des données par les États, notamment par des obligations de stockage sur le territoire national, voire d'interdiction de transfert. Selon le *Data Catalyst institute*, 71% des investisseurs sont désormais touchés par un « *data nationalism* », qui ne concerne d'ailleurs pas que les pays les moins avancés...

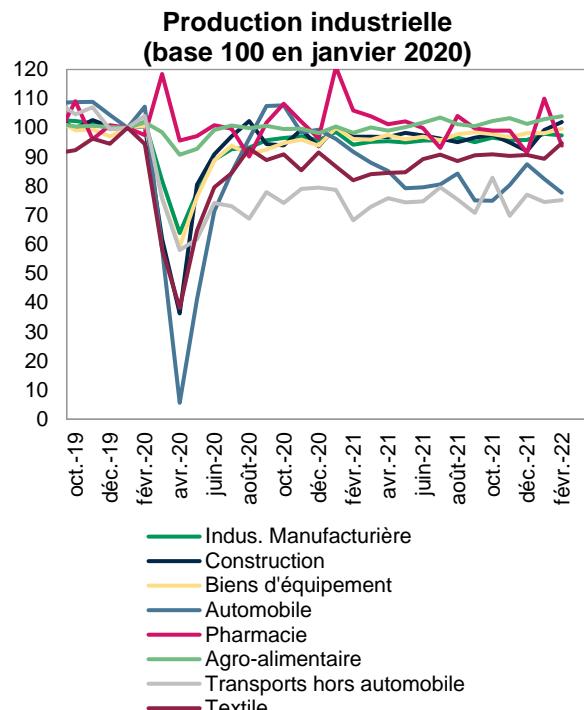
En conclusion, beaucoup de facteurs structurels risquent de jouer au détriment de l'attractivité des pays les moins avancés dans les années à venir, auxquels il faut ajouter, pour de nombreux pays, l'impact conjoncturel négatif du conflit en Ukraine et de l'inflation. Dans ce contexte, le rôle de la Chine qui était en 2020 le premier pourvoyeur d'investissements directs, va évidemment être essentiel pour les pays les moins avancés, qu'elle choisisse, ou non, de préserver son déploiement économique à l'international.

<sup>2</sup> <https://www.kearney.com/foreign-direct-investment-confidence-index>

## Zone euro

### France : la production manufacturière recule en février

Après avoir progressé de 2,2% en janvier, la production manufacturière se replie de 0,5% sur un mois en février. L'activité du secteur manufacturier est ainsi toujours 4,5% inférieure à son niveau d'avant la pandémie (février 2020). L'activité reste en berne dans les secteurs des matériels de transport, la production automobile et la production de matériels de transport hors automobile (c'est-à-dire en premier lieu l'aéronautique et le naval) sont toutes deux environ 27,5% inférieures à leur niveau d'avant-crise. Le secteur automobile est toujours touché par la pénurie de semi-conducteurs qui constraint l'offre tandis que l'industrie aéronautique peine à redémarrer. À l'inverse, en février, l'activité progresse dans le secteur agro-alimentaire et dans la fabrication de biens d'équipements. La plupart des branches industrielles ont d'ailleurs retrouvé un niveau d'activité proche de ceux d'avant-crise (entre -1% et -4% pour la fabrication de biens d'équipements, la chimie, la pharmacie, ...) voire même supérieur dans le cas de l'industrie agro-alimentaire (+2%/février 2020).



Sources : Insee, Crédit Agricole SA ECO

**Notre opinion** – *L'activité industrielle au mois de février ne rend pas encore compte de l'invasion de l'Ukraine par la Russie, de ses répercussions sur les prix des matières premières ainsi que de ses éventuelles conséquences sur les chaînes logistiques. Dans les prochains mois, les industriels craignent notamment une forte hausse du prix des intrants (matières premières et biens intermédiaires) et un ralentissement de la demande qui ne leur permettrait donc pas de répercuter l'intégralité de la hausse des coûts de production sur les prix de vente. Un ralentissement de l'activité manufacturière est donc probable. En outre, les secteurs les plus exposés à la pandémie ou ayant des difficultés à redémarrer leurs activités pourraient à nouveau être en première ligne. C'est notamment le cas de l'industrie automobile car la Russie est un exportateur important de métaux comme l'aluminium mais aussi le nickel, utilisé dans la production des batteries électriques. La Russie est également un exportateur important d'intrants pour l'industrie chimique. Enfin, même si l'économie française n'est pas la plus dépendante des importations d'hydrocarbures russes (gaz naturel et pétrole), notamment par rapport à ses voisins allemand et italien, l'impact sur les cours entraîne une importante hausse des coûts pour certaines industries. Le gouvernement a toutefois récemment renforcé son « plan de résilience » face aux pressions inflationnistes, notamment en faveur des entreprises en annonçant, par exemple, la prise en charge de 50% du surcoût pour les industries très énergivores (comme la cimenterie ou la métallurgie).*

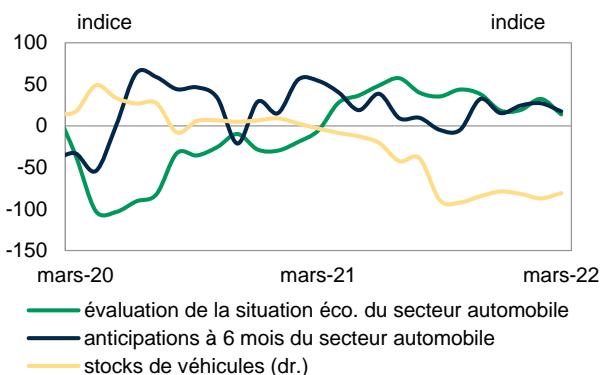
### Allemagne : la production industrielle bientôt dans la tourmente ?

La production industrielle allemande (hors construction) a progressé de 0,1% sur un mois en février après +0,6% en janvier. Cette progression est portée par une hausse de la production en biens de consommation (+4,4%), en particulier non durable tandis que la production en biens intermédiaires s'est avérée plus modeste (+0,5%). En revanche, la production en biens d'équipement s'est contractée (-2%). En dehors de l'industrie, la production d'énergie a fortement augmenté (+4,9%) mais celle de la construction a diminué (-0,7%). En rythme annuel, la production industrielle a progressé de

1,4% mais demeure néanmoins inférieure de plus de 5% à son niveau d'avant-crise, février 2020. L'acquis de croissance laissé sur le premier trimestre s'élève à 1,9%, soit une croissance plus élevée que celle observée au précédent trimestre (+1,5%). Les nouvelles commandes ont accusé un repli de 2,2% sur le mois de février après trois mois de fortes hausses consécutives, en raison d'un net repli des commandes étrangères notamment en provenance des pays tiers. Par ailleurs, l'association des constructeurs automobile a dévoilé un recul de la production de véhicules de 13% sur le mois de mars,

une annonce qui n'est pas passée inaperçue dans l'industrie allemande qui anticipe des perturbations importantes des chaînes de production en raison de la guerre russo-ukrainienne, de la pénurie croissante de composants essentiels et du renchérissement généralisé des coûts de production.

### Anticipations du secteur automobile



**Notre opinion** – La production industrielle allemande ralentit en février mais l'acquis de croissance sur le premier trimestre de l'année reste solide. Toutefois, les commandes industrielles entament un repli significatif signalant une détérioration de la production à venir, d'autant que la production automobile risque de pâtir assez fortement de la pénurie de biens de consommations intermédiaires, du renchérissement croissant du prix des métaux et d'une demande moindre en raison de l'inflation. Les perspectives de production industrielle comportent un risque baissier en raison des incertitudes élevées sur l'évolution de la guerre en Ukraine et de ses conséquences sur l'activité économique allemande.

### Espagne : PIB revu à la baisse, selon les prévisions de la Banque d'Espagne

Alors que l'activité s'était enfin adaptée aux vagues successives de la pandémie, le conflit en Ukraine apparaît comme un nouvel obstacle à la reprise. L'Espagne continuera de croître, et à un rythme élevé, mais elle ne retrouvera ses niveaux d'avant la pandémie qu'au T3 2023. C'est ce que prévoit la Banque d'Espagne, qui a révisé à la baisse ses prévisions de croissance de 5,4% à 4,5% en 2022 et de 3,9% à 2,9% en 2023. L'institution avait déjà abaissé ses prévisions pour 2021 en décembre, en raison de l'émergence d'un nouveau variant du Covid-19 en Europe. Cependant, l'activité a bien mieux résisté que prévu et l'année s'est terminée sur une hausse de 5,1%. L'inertie de l'année dernière permettra à l'Espagne de continuer à croître au-dessus de 4%. Pourtant, la guerre a mis fin à ces dynamiques haussières observées dans la dernière partie de l'année.

Selon la BdE, les dommages infligés jusqu'à présent à l'économie ne sont pas de nature structurelle et l'exposition directe de l'Espagne à certains canaux de transmission est inférieure à celle d'autres pays européens. Pourtant, le pays est exposé indirectement par trois voies : les matières premières, le commerce international et la méfiance des marchés. Les interruptions d'activité dans certains secteurs, notamment dans les transports, ont déjà donné un coup d'arrêt à l'activité économique en ce début d'année en raison de l'aggravation des altérations

des chaînes d'approvisionnement. Le plus grand impact sur l'activité devrait se produire au T2, lorsque l'économie ne devrait croître que de 0,1% et que l'inflation s'affichera à des taux compris entre 9% et 10%. Cela va davantage retarder la récupération du niveau du PIB pré-crise qui ne s'achèvera qu'au T3 2023, en retard de trois trimestres par rapport aux attentes précédentes.

L'inflation atteindrait une moyenne annuelle de 7,5% (contre 3,7% dans les prévisions de décembre) en raison de la hausse du coût des matières premières et de l'énergie, et malgré la compression de plus de 0,5% que suppose les mesures que l'exécutif a approuvées jusqu'à présent. Cette hausse des prix, selon l'institution, réduit le pouvoir d'achat des familles, puisque les salaires n'augmentent pas au même rythme. La hausse des prix commencerait à se modérer pendant l'été si, comme le suggèrent les marchés à terme, les prix de l'énergie se détendent en juillet. Si les effets de second tour ont une ampleur réduite (les hausses des prix et des salaires ne s'alimentent pas, générant une spirale inflationniste), la BdE estime que l'inflation chutera drastiquement en 2023, à 2%, et en 2024, à 1,6%. Cette estimation n'inclut pas l'effet de la proposition hispano-portugaise envoyée à Bruxelles sur la limitation du prix du gaz dans le marché de gros et pas encore acceptée.

**Notre opinion** – Les risques qui entourent les dernières prévisions de la BdE sont orientés à la baisse pour l'activité économique et à la hausse pour l'inflation. Cela dépendra aussi de l'efficacité des mesures liées à la pandémie, adoptées par le gouvernement. Le gouvernement a alloué 6 Mds€ à cette crise sous

*forme d'aides directes, et 10 Mds€ sous forme de prêts garantis par l'État. La guerre aura des conséquences négatives sur toutes les composantes de la demande globale.*

*Le dynamisme de la consommation privée sera modéré, à court terme, par la montée de l'incertitude, par les nouvelles modifications des chaînes d'approvisionnement et, surtout, par la baisse du pouvoir d'achat consécutive à la hausse de l'inflation. En particulier, le pouvoir d'achat des ménages à faible revenu, pour qui les dépenses en biens énergétiques représentent une part plus importante du total, en souffrira. De plus, le taux d'épargne de ces ménages est relativement plus faible, de même que la proportion de ceux qui ont pu cumuler pendant la pandémie. Ces ménages ont donc moins de marge pour amortir l'effet de l'augmentation de la facture énergétique sans réduire leur consommation d'autres biens et services.*

*En ce qui concerne les échanges avec le reste du monde, la croissance des exportations de biens aura tendance à se modérer dans les mois à venir, en raison d'une moindre croissance des marchés extérieurs et de l'intensification des perturbations des chaînes d'approvisionnement mondiales, qui se traduisent par des reports de livraisons de commandes. Par la suite, l'apaisement des difficultés actuelles permettra au commerce mondial de retrouver un plus grand dynamisme, qui se traduira par une évolution plus expansive des ventes de biens au reste du monde. Les flux d'arrivées touristiques peuvent aussi être affectés, à court terme, par les incertitudes liées à la guerre. Cependant, l'amélioration de la situation épidémiologique devrait permettre de prolonger la trajectoire de reprise observée au cours des derniers trimestres. Cela permettrait de retrouver les niveaux pré-pandémiques début 2024. Le rythme de croissance des importations de biens et services souffrira également dans les mois à venir, reflétant l'impact négatif de la guerre sur l'activité et les perturbations des chaînes d'approvisionnement. Par la suite, les achats au reste du monde devraient continuer de croître, en ligne avec la hausse de la demande finale.*

*Bien que l'inflation pousse à la hausse la valeur des recettes de l'État, elle peut aussi peser sur les comptes publics. La BdE prévoit que l'administration publique clôturera l'année avec un déficit de 5% cette année et de 5,2% l'an prochain. La dette augmentera également à 112,8%. Une des explications de cette dégradation des comptes publics réside dans les prestations de retraite, qui sont indexées sur l'inflation. Cela signifie que l'État devra débourser entre 12,6 Mds€ et 13,5 Mds€ de plus pour ces prestations.*

## Pays émergents

### Asie

#### ☞ Au bord du défaut, le Sri Lanka affronte la pire crise depuis son indépendance

Au bord du défaut de paiement, le Sri Lanka est confronté à une situation économique et sociale explosive, qui s'est encore aggravée ces derniers jours. Epuisée par les pénuries et les coupures de courant incessantes, la population a manifesté pour demander le départ du président Gotabaya Rajapaksa et du Premier ministre, qui n'est autre que son frère. Résultat, ces manifestations ont été violemment réprimées et le gouvernement a décrété l'état d'urgence et un couvre-feu de trente-six heures, afin d'essayer d'empêcher de nouvelles protestations. Tous les réseaux sociaux ont également été suspendus.

Les 2 et 3 avril, l'ensemble des ministres et le gouverneur de la banque centrale ont finalement présenté leur démission.

#### Une crise économique sans précédent

Les attentats d'avril 2019 revendiqués par l'État islamique (258 morts et plus de 500 blessés, parmi lesquels des ressortissants étrangers en vacances) avaient déjà pesé sur l'industrie touristique. La crise du Covid-19 est venue lui porter un coup fatal, alors même que ce secteur représentait environ 15% du PIB en 2018. Les transferts de la diaspora, une autre source de revenus importante pour le pays (9% du PIB), s'étaient également contractés en 2020, avant de reprendre.

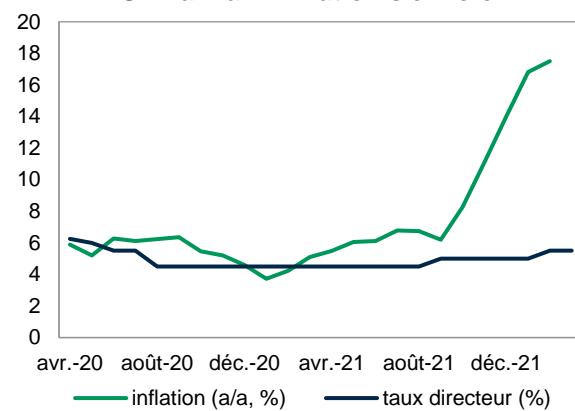
Lourdement endetté à l'extérieur – à hauteur de 51 milliards de dollars – l'État sri-lankais fait face à des échéances importantes, d'environ 6 milliards de dollars par an jusqu'à 2025, et ce alors même que les réserves de change atteignaient à peine 2 milliards de dollars fin février, soit à peine deux mois d'importations. Les mesures prises pour calmer le mécontentement social, comme la suppression de la TVA, n'ont fait qu'accentuer le risque de défaut en privant l'État de recettes, sans pour autant améliorer la situation économique et sociale. La dette totale du gouvernement a quant à elle dépassé les 100% du PIB depuis 2020 (110% en 2021), et le déficit budgétaire atteint 11,3% du PIB.

Se sachant acculé, le gouvernement avait entrepris une réduction drastique des importations afin de conserver ses réserves, provoquant des pénuries alimentaires, de médicaments et surtout de gaz et de carburant, au point que l'Inde voisine s'est résolue à ouvrir une ligne de crédit de 500 millions et à acheminer du carburant, afin d'atténuer les coupures de courant.

Cette économie de pénurie est venue alimenter une inflation déjà élevée (6% en moyenne en glissement annuel sur les trois premiers trimestres de 2021), qui

frôlait en mars les 19%, dans un contexte international de hausse des prix des matières premières énergétiques et alimentaires qui ne va pas aider. Les importations de pétrole représentaient 18% des importations totales en 2021 et les produits alimentaires 8%. Et le resserrement monétaire prévu par la banque centrale – cette dernière a déjà relevé ses taux de 150pb depuis le début de l'année – ne devrait pas fondamentalement changer la donne dans ce pays très informel et faiblement bancarisé, où le canal de transmission de la politique monétaire par le crédit fonctionne assez peu.

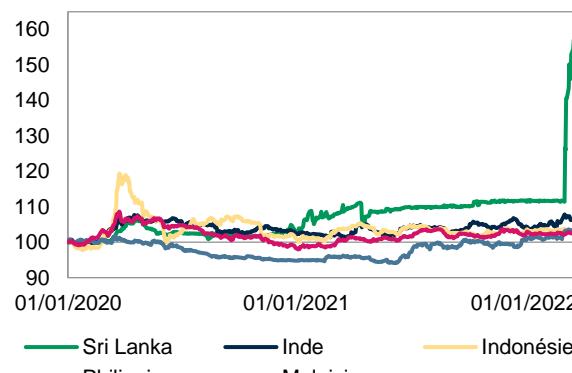
#### Sri Lanka : l'inflation s'envole



Sources : banque centrale, Crédit Agricole S.A/ECO

La roupie sri-lankaise a violemment décroché début mars, passant de 200 à 300 roupies pour un dollar américain, et ce alors même que les autres devises asiatiques demeurent plutôt stables. Cette forte dépréciation va un peu plus alourdir l'endettement externe en devises du pays, et peser sur le solde commercial, toujours déficitaire malgré les restrictions aux importations.

#### Sri Lanka : la roupie décroche



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

## Un programme FMI ?

Alors que le président refusait catégoriquement l'aide du FMI – nécessairement conditionnée à un programme budgétaire –, ce dernier s'est résolu à former une équipe d'experts afin d'entamer des négociations avec le fonds en vue d'une restructuration de la dette. Si le pays espère éviter un défaut total, il a déjà prévenu ses créanciers que

la restructuration s'accompagnerait d'une décote sur le capital.

Privé de sa majorité au Parlement, et alors que l'opposition n'est pas non plus réellement structurée, les négociations autour d'un potentiel programme s'annoncent donc difficiles, un accord avec le FMI passant le plus souvent par la présentation d'un budget approuvé par le pouvoir législatif.

**☒ Notre opinion** – *Le Sri Lanka paye actuellement des années de mauvaise gestion budgétaire et de surendettement, accentués par la crise du Covid-19 qui a paralysé l'économie et l'a privée de deux de ses sources de revenus les plus stables en devises – les transferts et le tourisme. Le président Rajapaksa, qui avait placé cinq membres de sa famille dans l'exécutif, aura tenté jusqu'au bout d'éviter le recours au FMI, qui va sans doute pointer du doigt sa gestion économique mais aussi sociale (respect des droits de l'Homme et des minorités). C'est que l'autre option généralement envisagée par les pays émergents en cas de crise – faire appel à la Chine – n'en était pas vraiment une : le Sri Lanka a déjà fait les frais des pratiques commerciales plutôt agressives de Pékin, en voyant le port d'Hambantota cédé pour 99 ans à la China Merchants Port Holdings à la suite de difficultés financières.*

## Moyen-Orient et Afrique du Nord

### 👉 Liban : les chiffres du PIB 2020 enfin connus

L'Institut des statistiques du Liban vient de publier les chiffres nationaux pour l'année 2020, quinze mois après la fin de l'exercice. Comme attendu, la profondeur de la crise qui frappe le pays se lit dans les statistiques, toutes très mal orientées.

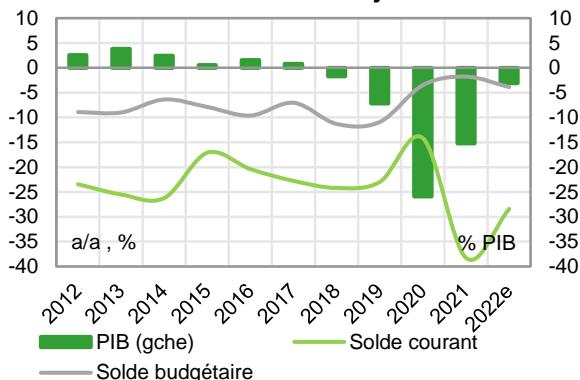
En 2020, le PIB a été en récession de 25,9%. La consommation des ménages s'est contractée de 27%, les investissements de 63%, et le BTP chute de 50%. Le PIB était estimé à 53 Mds USD fin 2019, évalué au taux de change officiel de 1 500 livres par USD. Le PIB à fin 2020 est, lui, estimé par les autorités à 23,7 Mds USD au nouveau taux officiel de 3 878 livres par USD. Le taux de change sur le marché noir s'établit actuellement à 24 000 livres par dollar, très inférieur au taux réévalué à la baisse pour l'année 2020.

L'économie informelle est estimée à 30% du PIB par l'Administration centrale des statistiques. Elle est publiée dans ses documents officiels.

L'inflation a atteint 215% en 2020. La dette externe (69 Mds USD) devrait donc s'élever à trois fois le PIB du pays. La dette publique s'élève à 98 Mds USD à

fin 2020 et est donc l'équivalent de quatre fois le PIB du pays.

### Liban : PIB et déficits jumeaux



Source : Institut National Statistique, EIU, Crédit Agricole S.A.

En termes de réformes, l'exécutif a récemment approuvé (fin mars), la mise en place d'un contrôle des changes et des capitaux, plus de deux ans et demi après le déclenchement de la crise, mais pour rentrer en application, le texte devra être approuvé par le Parlement.

**☒ Notre opinion – Ces chiffres n'ont pas encore été validés par le FMI mais un accord avec le Fonds est proche puisqu'il confirme les conditions pour un soutien financier à quatre ans dans une communication récente. En 2021 et 2022, le Liban devrait rester en récession. Le redressement va dépendre du respect des demandes négociées avec le FMI et, plus tard, les créanciers lors de la restructuration de dette, ainsi que la capacité de la coalition gouvernementale – qui sortira des urnes après les législatives – à engager des réformes en profondeur. Pas seulement économiques mais aussi, sociétales, institutionnelles et de gouvernance.**

## Europe centrale et orientale, Asie centrale

### Hongrie : le 4x4 de Victor Orban

Victor Orban vient de remporter son quatrième mandat aux élections législatives du 3 avril dernier. Peu de surprise quant à l'issue des urnes, malgré les efforts des partis de l'opposition pour s'unir dans une grande et unique coalition. En revanche, l'ampleur de la victoire a surpris même le clan majoritaire. Le résultat était bien plus favorable à Orban que les précédentes élections de 2018 avec 56% des suffrages, ce qui lui assure plus que la majorité des deux tiers.

Le déroulement de la campagne électorale en Hongrie reflète déjà très bien les dérives autoritaires d'un régime « illibéral » qui s'est progressivement mis en place. Le programme électoral du candidat de l'opposition a été balayé en cinq minutes par les principaux médias pour laisser place quasi exclusivement aux discours de V. Orban. Pourtant, sa position était délicate dans le contexte de guerre en Ukraine puisque le Premier ministre hongrois s'est montré assez hésitant face aux dispositifs d'acheminement des armes vers l'Ukraine ou bien face aux réfugiés, bien qu'il ait condamné officiellement la guerre que la Russie mène en Ukraine. En dépit de cette position, le Premier ministre a réussi à tourner le discours vers son électorat en se présentant comme le protecteur de la nation face au candidat de l'opposition qu'il a accusé de vouloir pousser la Hongrie en guerre. En somme, grâce au verrouillage des médias qu'il contrôle très bien, V. Orban a réussi à influencer l'opinion publique, notamment provinciale et rurale, tout en accompagnant ses discours de mesures économiques re-distributives lui permettant ainsi de se présenter en héros et de remporter le scrutin. Il est à noter cependant que Budapest et certaines grandes villes ont voté en majorité pour l'opposition.

 **Notre opinion** – On avait peu de doutes sur l'autoritarisme de V. Orban mais la question est plutôt de savoir si l'UE contribue à la naissance d'un nouveau dictateur ou si elle arrive de façon démocratique à couper les ailes à cet élan qui risque de s'avérer destructeur. Du point de vue strictement macroéconomique, malgré les difficultés qui touchent l'ensemble des pays européens, la Hongrie se place sur un pied de relative solidité des variables économiques, ce qui lui procure un certain confort face aux analyses de risques des agences de notation. C'est le prisme d'analyse qui devrait faire l'objet d'une évolution notable. La démarche des institutions de l'UE sera très intéressante à suivre car elle pourrait donner le « la » à l'ensemble des pays membres ou ceux souhaitant devenir membres de la tolérance avec les valeurs démocratiques.

La polarisation politique à la fois générationnelle et régionale demeure assez marquée en Hongrie et cela ne fait que s'accentuer avec la gouvernance de Fidesz.

Fort de cette victoire, au lendemain des élections la position politique de V. Orban face à la Russie s'est davantage précisée : la Hongrie accepte de payer le gaz en roubles si c'est le souhait de la Russie. Cela intervient précisément au moment où les dirigeants européens se réunissaient pour décider un autre lot de sanctions vis-à-vis de la Russie. La couleur est annoncée et on observe donc une légère désolidarisation avec l'UE. Par ailleurs, le président russe a été parmi les premiers à féliciter V. Orban pour sa victoire.

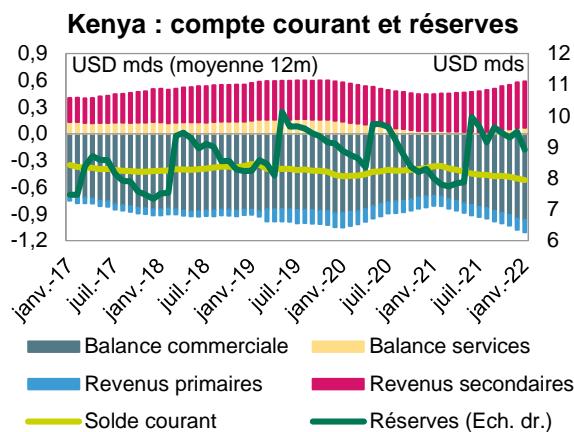
Un chapitre de bras de fer va certainement s'ouvrir entre Bruxelles et Budapest. L'Europe peut difficilement fermer l'œil sur les dérives de l'État de droit au sein même de ses membres après le déclenchement de la guerre en Ukraine. Le levier reste toujours le même, financier et administratif. Les fonds relatifs au Plan de relance pourraient être bloqués en raison de la mise en danger des libertés des médias et de l'indépendance des institutions judiciaires.

L'enjeu de 7 milliards d'euros devrait peser dans la balance pragmatique de la gestion de V. Orban mais il n'est pas certain qu'il soit suffisant pour le faire reculer sur sa conception idéologique et sur ses considérations d'un Occident décadent. Il n'est pas exclu que le gouvernement Orban fasse quelques concessions le temps nécessaire pour bénéficier des aides ; toutefois, son chemin est déjà tracé depuis plusieurs années et personne n'est dupe à ce stade.

## Afrique sub-saharienne

### ☞ Kenya : la banque centrale maintient son taux directeur

La semaine dernière, la banque centrale du Kenya a maintenu inchangé son taux directeur, à 7%. D'après l'institution monétaire, l'ancrage des anticipations d'inflation dans l'intervalle ciblé par l'institution (2,5% à 7,5%) permet de maintenir le taux directeur à ce niveau, auquel il se trouve depuis avril 2020.



Source : Central Bank of Kenya, Crédit Agricole S.A.

Le taux d'inflation au Kenya s'est établi à 5,6% a/a au mois de mars, en hausse d'un demi-point de pourcentage par rapport à février, alors qu'il diminuait depuis le mois de septembre. L'inflation au mois de février était d'ailleurs le rythme d'augmentation des prix le plus bas depuis 16 mois, ce qui a conforté la décision de la banque centrale.

Comme dans la plupart des pays, la contribution des composantes alimentaires et énergétiques dans le niveau d'inflation kényan est importante. Pour le mois de janvier, dernière décomposition publiée, l'inflation s'établissait à 5,4%, pour seulement 2,1% si on exclut nourriture et carburant. L'inflation sous-jacente se situe donc à un niveau contenu, alors même que la reprise dans le pays est dynamique.

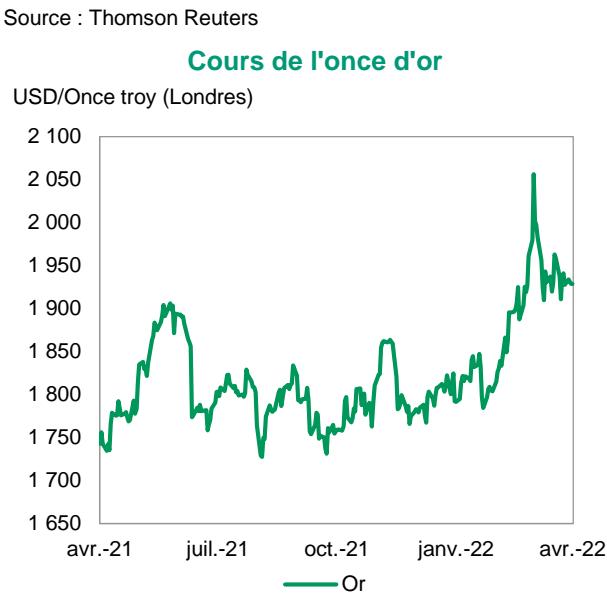
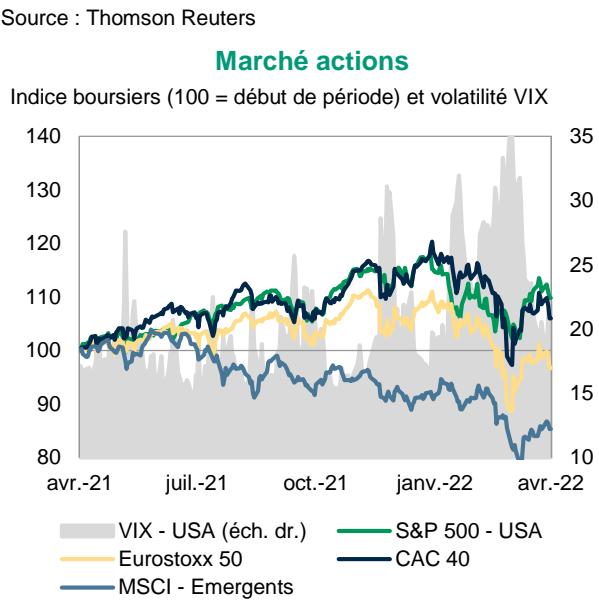
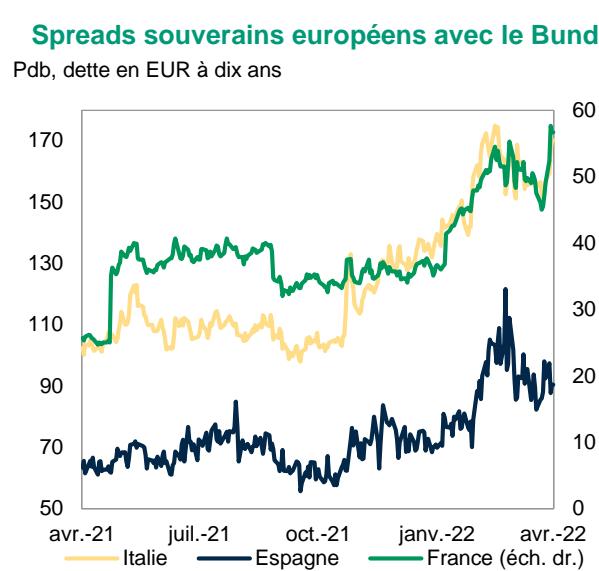
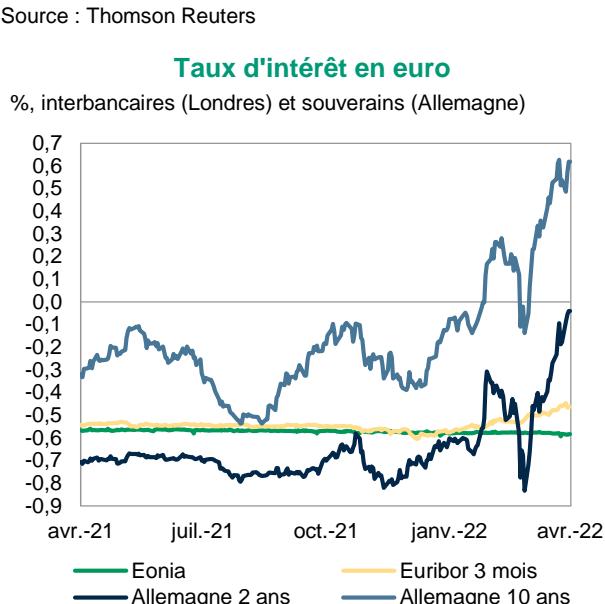
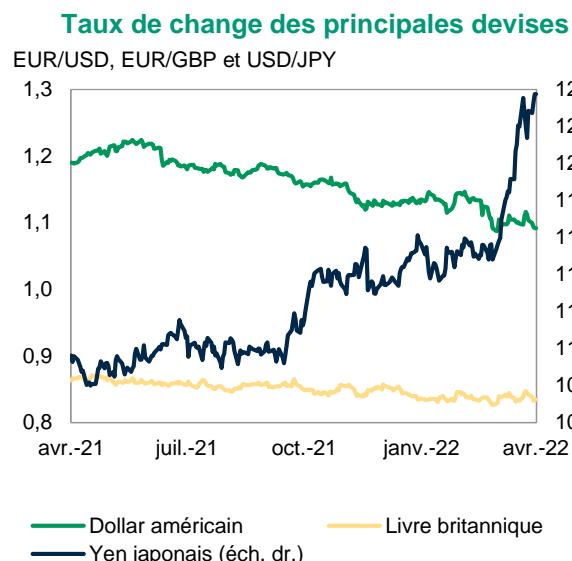
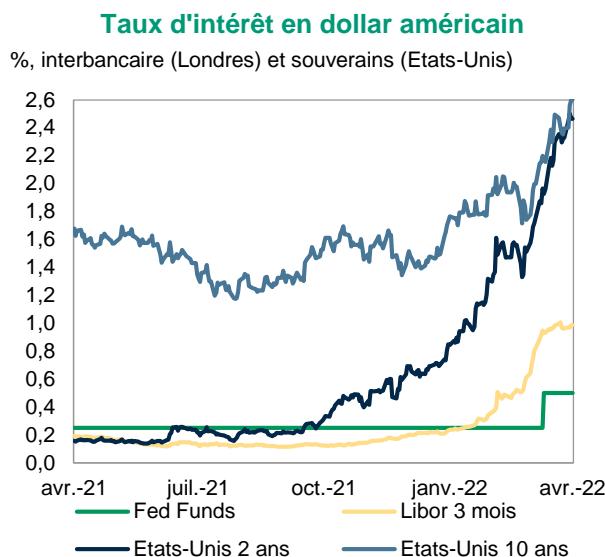
La relative modération de l'inflation provient en partie des mesures de stabilisation des prix mises en œuvre par le gouvernement kényan. Depuis avril 2021, il subventionne notamment les prix du carburant. La flambée du prix du baril depuis l'invasion de l'Ukraine a poussé le gouvernement à ajouter 35 milliards de shillings supplémentaires aux 36 déjà inclus dans le budget de l'année fiscale (de juillet à juin), soit un coût total d'environ 560 millions d'euros. Cette charge alourdit le déficit public, attendu cette année à 9,3% du PIB, contre 7,5% l'année dernière.

Les comptes extérieurs du Kenya subissent également le poids des cours élevés du pétrole. Le déficit du compte courant, qui procède largement du large déficit de la balance commerciale, est par conséquent attendu en hausse cette année, à 6% du PIB (contre 5,5% en 2021).

Le pays subit donc un creusement de ses déficits jumeaux. La croissance du PIB demeure toutefois dynamique, bien qu'en recul par rapport au rebond de 2021 (+7,5%). Cette année, le PIB est attendu en progression de 4,2%.

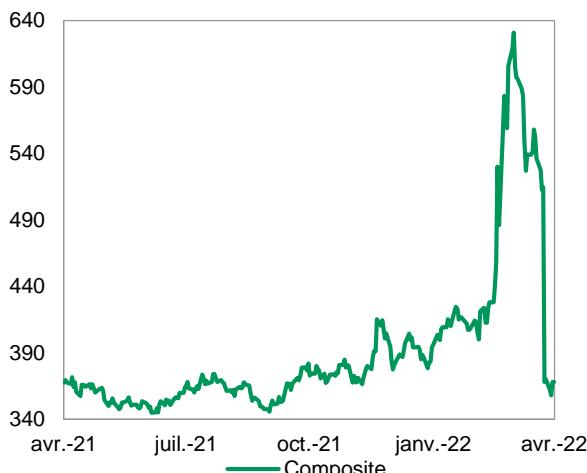
**☒ Notre opinion** – *Le creusement des comptes extérieurs va entretenir la dépréciation du shilling kényan constatée depuis le déclenchement de la pandémie. Cet affaiblissement de la monnaie kényane favorisera à moyen terme une progression de l'inflation importée qui poussera cette fois la banque centrale à agir en remontant ses taux. À 7%, ces derniers se situent à un niveau relativement bas pour le pays, ce qui donne une marge de manœuvre à la banque centrale.*

## Tendances à suivre



### Spreads souverains émergents avec le T-Bond

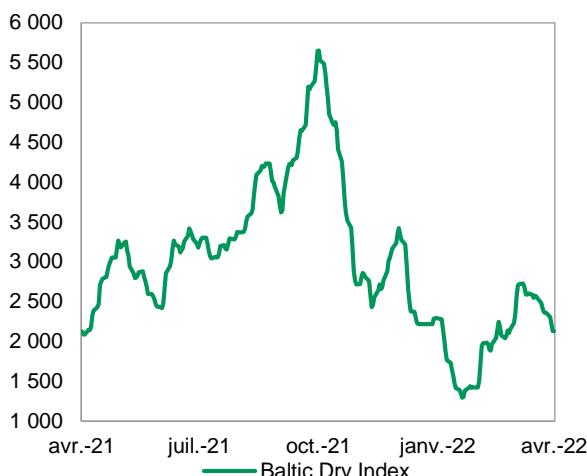
Indices EMBI+ (pdb, dette en USD de plus d'un an)



Source : JP Morgan

### Coût du transport maritime de vrac sec

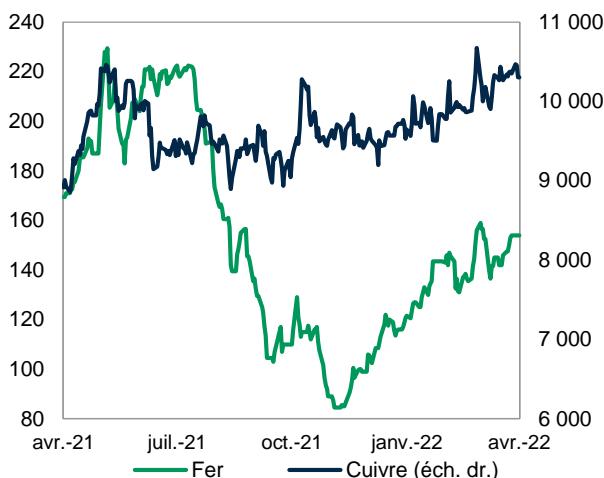
Baltic Dry Index (USD/point)



Source : Baltic Exchange

### Cours des métaux

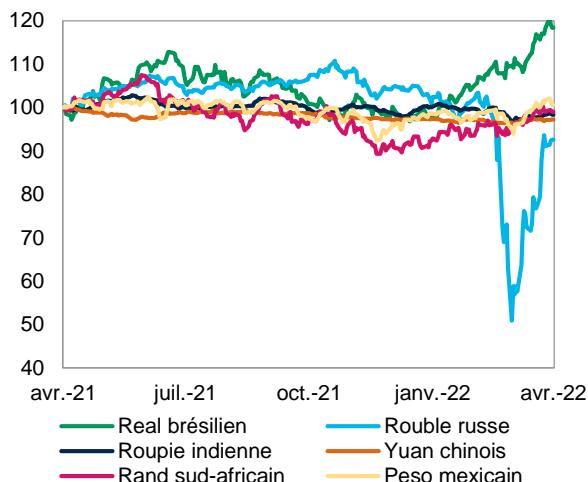
USD/tonne métrique



Sources : Steel Home, London Metal Exchange

### Devises émergentes

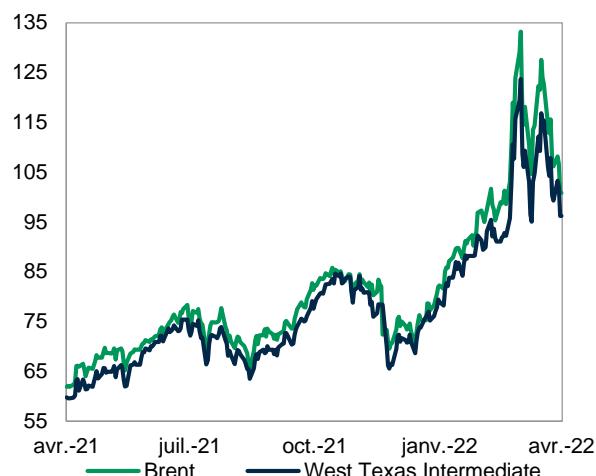
/USD (indice 100 = début de période)



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 – 7 avril 2022

[un scénario sous haute tension](#)

Date	Titre	Thème
07/04/2022	<a href="#">Monde – Scénario macro-économique 2022-2023 : un scénario sous haute tension</a>	Monde
06/04/2022	<a href="#">Mozambique – Retour du FMI dans le pays alors qu'un nouveau gisement gazier devrait entrer en service cette année</a>	Mozambique
05/04/2022	<a href="#">Asie du Sud-Est – Le statu quo des banques centrales</a>	Asie
05/04/2022	<a href="#">Fintech Outlook T1 2022 – La fin du plein ?</a>	Banque, fintech
05/04/2022	<a href="#">Asie du Sud-Est – Le statu quo des banques centrales</a>	Asie
04/04/2022	<a href="#">Espagne – Inflation, la réponse du gouvernement</a>	Espagne
01/04/2022	<a href="#">Monde – L'actualité de la semaine</a>	Monde
31/03/2022	<a href="#">Inflation – Asie, Amérique latine, le poids de l'histoire et de l'isolement</a>	Asie, Amérique latine
31/03/2022	<a href="#">Ne pas hâter les récits géopolitiques</a>	Monde
30/03/2022	<a href="#">France – Élections 2022 – Dette publique, impôts, dépenses : enjeux et propositions</a>	France
30/03/2022	<a href="#">Asie centrale – La seconde mort de l'URSS</a>	Asie
29/03/2022	<a href="#">Monde – Secteur bancaire : l'exclusion de sept banques russes du système SWIFT, quels effets ?</a>	Banques
29/03/2022	<a href="#">Italie – Le décret énergie pour contrer la hausse des prix du gaz</a>	Italie
29/03/2022	<a href="#">Chine – Où en est l'internationalisation du yuan ?</a>	Asie
28/03/2022	<a href="#">Royaume-Uni – Inflation : nouvelles révisions à la hausse de nos prévisions</a>	Royaume-Uni

### Études Économiques Groupe – Crédit Agricole S.A.

12, place des États-Unis – 92127 Montrouge Cedex

**Directeur de la publication :** Isabelle JOB-BAZILLE

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

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

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

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

**Asie :** Sophie WIEVIORKA

**Amérique latine :** Catherine LEBOUGRE (coordination scénario)

**Afrique du Nord, Moyen-Orient :** Olivier LE CABELLEC

**Afrique sub-saharienne :** 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](mailto: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.