

Perspectives

Hebdomadaire – N°22/079 – 4 mars 2022

MONDE – L'actualité de la semaine

☞ <i>Vue des États-Unis (et de la Réserve fédérale), la guerre russo-ukrainienne semble lointaine</i>	2
☞ <i>Qualifier l'impact du choc et les réponses de politique économique</i>	3
☞ <i>France : guerre en Ukraine, des impacts directs limités pour l'économie mais d'importants risques</i>	5
☞ <i>Asie : le choc passera surtout par les prix</i>	6
☞ <i>Amérique latine : il est parfois heureux que l'Europe soit éloignée</i>	8
☞ <i>Moyen-Orient & Afrique du Nord : premiers impacts économiques de la guerre en Ukraine</i>	10
☞ <i>Europe centrale et orientale, Turquie : une très forte dépendance aux hydrocarbures de Russie</i>	11
☞ <i>Les conséquences alimentaires du conflit ukrainien pourraient déstabiliser plusieurs pays du continent africain</i>	12

👉 Vue des États-Unis (et de la Réserve fédérale), la guerre russo-ukrainienne semble lointaine

Aux États-Unis, à l'occasion de son audition semestrielle devant le Congrès, J. Powell a de nouveau insisté sur la vigueur de l'inflation stimulée par une demande soutenue et des contraintes d'offre. Il a néanmoins précisé que l'inflation devrait s'assagir au cours de 2022 à la faveur, précisément, d'un relâchement des tensions sur l'offre et d'une demande moins dynamique, un moindre dynamisme lié au retrait des stimuli monétaires et fiscaux. J. Powell a en outre déclaré que les effets de la guerre en Ukraine sur l'économie américaine étaient incertains et que la *Fed* resterait attentive aux développements de la situation internationale. Son discours valide une hausse de 25 points de base (pb) du taux des *Fed Funds* et signale que le conflit n'aura pas d'impact sur le processus décisionnel de la Fed en mars.

Si le *Beige Book*, qui renseigne sur la situation économique dépeintes par les Fed régionales, indique que depuis mi-janvier l'activité progresse modestement, il signale des tensions persistantes sur le marché du travail et des prix poursuivant leur progression, toujours dopée par les prix des intrants et une demande encore soutenue. Un constat que les chiffres sur l'emploi valident amplement. Le taux de chômage a ainsi diminué de 4% en janvier à 3,8% en février ; le taux de participation a progressé de 62,2 % à 62,3 % ; le ratio emploi/population s'est redressé de 59,7 % à 59,9 % ; en revanche, le salaire horaire moyen a surpris à la baisse puisque, stable sur un mois, son rythme annuel a ralenti de 5,5% à 5,1%.

La semaine prochaine, l'inflation américaine devrait, de nouveau, s'approcher d'un sommet inconnu depuis le début des années 1980 : sommet dont on pouvait espérer avant le conflit qu'il soit enfin un pic. Nos prévisions tablent sur une inflation totale de 0,8% sur le mois de février (contre 0,6% en janvier) poussant l'inflation sur douze mois à 7,9% (contre 7,5% en janvier) et sur une inflation *core* se redressant de 6% sur un an à 6,5%. Les espoirs de décélération notamment promus par un assagissement des prix des matières premières et des intrants risquent de s'évaporer. L'inflation pourrait rester extrêmement élevée tout au long de l'année 2022 : les contraintes affectant les chaînes

d'approvisionnement se desserrent mais restent importantes, tandis que l'invasion de l'Ukraine par la Russie donne un nouvel élan aux prix des matières premières (entre autres). Même si cela est encore assimilable à un choc d'approvisionnement, cela allonge la liste déjà longue des chocs supposés transitoires mais qui conduisent l'inflation vers des rythmes inconnus depuis près de quatre décennies. Une succession de surprises à la hausse qui risque de désancrer les anticipations d'inflation à long terme et d'inciter la *Fed* à un resserrement plus agressif.

En zone euro, l'inflation s'est de nouveau affichée en hausse en février, passant de 5,1% à 5,8% en glissement annuel. Le principal moteur reste le prix de l'énergie : progressant de près de 32% sur un an, l'énergie contribue à hauteur de 3,5 points à l'inflation annuelle. La disparité des rythmes d'inflation à l'intérieur de la zone euro demeure : Allemagne 5,5%, France 4,1%, Italie 5,7% et Espagne 7,5%. Avant même que n'éclate la guerre en Ukraine, les pressions inflationnistes menaçaient d'être plus durables. Compte tenu de l'envolée des prix des matières premières, nous tablons à présent sur une inflation moyenne d'environ 5,8% en 2022 et 2,5% en 2023.

Enfin, sans surprise, le mouvement d'aversion au risque s'est poursuivi sur les marchés. Le repli des marchés actions s'est prolongé, pénalisant tout particulièrement l'Europe. Alors que les taux interbancaires se sont tendus (très légèrement en zone euro, plus fortement aux États-Unis), les taux courts (deux ans) souverains « sans risques » se sont affaiblis : très fortement pour l'Allemagne (-34 pb à -0,72%), substantiellement pour les États-Unis (-8 pb à 1,49%). Un mouvement différencié de repli a également imprimé sa marque sur les taux à dix ans : baisse forte aux États-Unis (-18 pb à 1,78%) et violente en Allemagne (-26 pb à 0%). Enfin, les *spreads* des souverains de la zone euro se sont écartés par rapport au Bund : les primes offertes par l'Italie et la France atteignent 162 pb et 43 pb respectivement.

Éditorial

Qualifier l'impact du choc et les réponses de politique économique

Le choc que la guerre inflige à l'économie de la zone euro est puissant et durable. Son ampleur et la nature de ses canaux de transmission sont très dépendants de l'issue du conflit qui reste encore entourée d'une forte incertitude. Sans s'avancer dans une quantification de l'impact, nous pouvons néanmoins identifier les canaux de transmission qui s'activeraient dans un scénario d'instabilité financière limitée mais de dislocation de l'offre de l'énergie.

Il s'agit d'abord d'un choc très sérieux sur l'offre de plusieurs matières premières : gaz, pétrole, céréales, minerais. L'offre restreinte de ces matières premières pousse leur prix à la hausse. L'incertitude sur l'issue et la durée du conflit augmente aussi la volatilité de leurs prix, indépendamment des conditions effectives de l'offre. Cette remontée des prix des intrants augmente les coûts des entreprises et en réduit les marges, car le transfert de ces hausses sur les prix de vente est encore incomplet. À ce choc de profitabilité s'ajoute pour certaines entreprises un choc de demande qui se profile, provoqué par les sanctions. Ces dernières peuvent aussi renforcer le choc d'offre, lorsqu'elles visent les importations des biens intermédiaires nécessaires à la production, dont l'indisponibilité oblige à la réduction de l'activité, à la modification des stratégies d'approvisionnement et exerce une pression à la hausse sur les prix.

Ce choc est aussi un choc négatif de confiance. La remontée effective ou anticipée des prix modifie l'arbitrage entre consommation et épargne des ménages qui observent ou prévoient une érosion de leur pouvoir d'achat. Cela intervient dans un contexte où la récupération de la demande était encore incomplète et son niveau inférieur à sa tendance d'avant la crise du Covid, preuve en est l'important excès d'épargne encore disponible. Dans ce contexte d'inflation durablement plus élevée, la réponse des salaires est fondamentale pour dessiner le scénario de sortie de crise. Une réponse suffisante des salaires, capable de minimiser les pertes de pouvoir d'achat, permettrait un moindre recul de la demande et la poursuite du processus de fermeture de l'écart de production négatif cumulé avec la crise. Cependant, le partage de la valeur a été très peu favorable aux salaires depuis une décennie, avec des entreprises limitées dans leur capacité de fixation des prix et avec des perspectives en termes de profitabilité contraintes par des coûts non salariaux croissants.

Face à ces chocs adverses, dans un contexte de reprise incomplète, la politique économique est appelée au secours.

D'abord, la politique budgétaire, avec des mesures de régulation des prix de l'énergie (et l'indemnisation, en conséquence, des producteurs ou distributeurs), mais surtout avec des mesures de soutien au pouvoir d'achat des ménages et à la profitabilité des entreprises. Il reste pour les pays la possibilité d'accéder à environ 220 milliards d'euros de prêts non utilisés dans le cadre du NGEU, mais il sera difficile de réorienter les dépenses prévues, qui doivent répondre à des impératifs d'investissement sur lesquels les pays se sont déjà engagés. Le 14 mars, lors de la prochaine réunion de l'Eurogroupe, la question de la coordination des politiques budgétaires face aux défis du conflit sera posée, avec un peu plus de visibilité sur les coûts effectifs. La mutualisation plutôt que la simple coordination de ces dépenses permettrait de limiter le risque de fragmentation pouvant résulter de réponses différenciées à un choc asymétrique, car fonction de la dépendance des pays au commerce avec la Russie et de leur *mix* énergétique dans la production et la consommation. Ce choc asymétrique fait appel de nouveau à la notion de solidarité européenne, qui cette fois n'est pas contrainte par la présence de l'aléa moral. La politique budgétaire doit aussi répondre au financement de l'accueil des réfugiés ukrainiens, dont le nombre s'annonce important dans certains pays. Un effort budgétaire supplémentaire est à prévoir dans le plus long terme pour le renforcement des dépenses de défense.

La réponse de politique budgétaire se trouve aujourd'hui contrainte par les déficits et les dettes élevés hérités de la crise du Covid, elle est néanmoins nécessaire pour limiter la charge de la réponse de la politique monétaire. La Commission européenne a recommandé une orientation de la politique budgétaire pour la zone euro au niveau agrégé encore expansionniste en 2022 et neutre en 2023, avec des efforts d'ajustement plus importants pour les pays plus fortement endettés. Suite au conflit, elle affirme que la politique budgétaire doit pouvoir être adaptée en réaction à la situation. Un report à fin 2023 de la clause de suspension du Pacte de stabilité et de croissance est probable, en l'absence d'un consensus sur sa réforme.

Le risque de fragmentation est aussi l'une des principales préoccupations de la Banque centrale européenne, puisque les différences d'impacts sur la croissance et d'efforts budgétaires des pays sont aggravées par la situation d'incertitude, ce qui peut entraîner à nouveau des « fuites vers la qualité » et l'écartement des primes de risque. C'est ainsi que la BCE a souligné avec la même vigueur le risque de stabilité financière et le risque sur la stabilité des prix dans ses communications récentes. Il est donc fort

probable que, lors de la prochaine réunion des gouverneurs, la discussion porte sur l'activation d'un instrument à même de fournir de la flexibilité entre juridictions pour combattre la fragmentation. Il pourrait s'agir de la mobilisation d'instruments existants (PEPP ou APP) ou de la création d'instruments *ad hoc*. Un instrument clairement identifié pour affronter la situation d'urgence et visant la stabilité financière serait préférable, car il n'empiéterait pas sur la logique purement monétaire de l'APP, ni sur la séquence annoncée de la hausse des taux. Avec deux instruments différents on éviterait un dilemme inutile. Naturellement, cette discussion sera d'autant plus nécessaire qu'une réponse budgétaire commune tardera à se manifester.

Mais le vrai défi pour la BCE est la nature encore incertaine du choc d'inflation. En amont de l'éclatement de la guerre, dans son évaluation de février, la BCE avait conclu qu'il n'y avait pas encore la certitude qu'une « bonne inflation » soit une inflation générée par une dynamique soutenue de la demande, qui se traduirait par une remontée des salaires et des revenus. Depuis, la BCE s'était forgée des convictions plus solides sur la convergence de l'inflation vers sa cible.

Mais le choc de la guerre vient renforcer la « mauvaise inflation », celle générée par un choc d'offre, qui augmente les prix mais déprime l'activité et la demande. Un choc qui présente un potentiel à la fois inflationniste et déflationniste, si l'impact négatif sur la croissance déprime la dynamique de l'inflation sous-jacente. Ce scénario renforce la prudence de la BCE et sa position conservatrice, justifiée par l'incertitude.

« *Small steps in a dark room*¹ » résume bien la position d'une BCE qui voudra aussi observer avec attention le premier impact du conflit sur l'activité ainsi que les effets de toute action, avant de procéder à l'étape suivante. Ce, d'autant plus que les agents économiques ont parfaitement anticipé que si la BCE péchait par trop de conservatisme, elle saurait vite corriger le tir et faire valoir son biais non inflationniste, tandis qu'il serait plus difficile de ré-ancrer les anticipations à une remontée de l'inflation, si une action trop rapide conduisait à un impact négatif sur la croissance et par ricochet sur la déflation. Les marges d'action limitées de la BCE, dues à son positionnement au voisinage du taux plancher et à son historique d'inflation manquée, pourraient facilement désancrer les anticipations.

¹ *Small steps in a dark room: guiding policy on a path out of the pandemic*. Fabio Panetta, membre du Conseil des gouverneurs, 28 février 2022

Zone euro

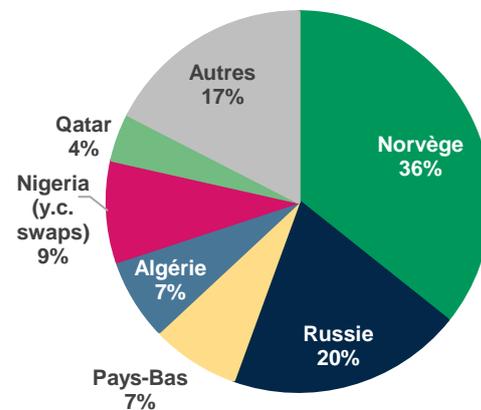
France : guerre en Ukraine, des impacts directs limités pour l'économie mais d'importants risques

Étant destinataire de 1,1% des exportations et fournissant 1,5% des importations françaises, la Russie ne figure pas parmi les premiers partenaires commerciaux de la France. En outre, les exportations françaises vers la Russie sont relativement diversifiées. Les produits chimiques en représentent 21%, suivis par les matériels de transport hors-auto (14%) et les produits pharmaceutiques. Par ailleurs, même pour les principaux secteurs exportateurs, la Russie n'est pas un marché décisif et les débouchés sont bien plus variés. Pour l'industrie chimique par exemple, la Russie ne représente que 2% du total des exportations du secteur, loin derrière l'Allemagne, premier partenaire avec 14%.

En revanche, certaines entreprises françaises sont directement implantées en Russie ce qui pourrait avoir un impact sur leurs profits et sur les 2,7 milliards d'euros de revenus d'IDE (Investissements Directs Etrangers) perçus par la France en provenance de Russie.

En revanche, les importations en provenance de Russie sont plus concentrées avec 43% d'hydrocarbures et 35% supplémentaires de produits du pétrole raffiné (carburants notamment). Toutefois, les sources d'approvisionnement françaises sont assez diversifiées et, dans le cas du gaz naturel, la dépendance envers la Russie est moindre que pour nos voisins italiens et allemands : 20% des importations françaises de gaz viennent de Russie, contre 40% pour l'Italie et 50% environ en Allemagne. De plus, notre *mix* énergétique est davantage tourné vers le nucléaire, ce qui limite la dépendance au gaz dans la production d'électricité.

Importations de gaz naturel (2019)



Sources : SDES, Crédit Agricole SA ECO

Les effets indirects liés à la guerre pourraient être bien plus importants en perturbant les chaînes de valeur et en entraînant d'importantes hausses des prix des matières premières.

Le prix du baril de Brent dépasse désormais 110 dollars et la hausse des prix du pétrole va se répercuter sur les prix des carburants, tandis que la hausse des prix du gaz impacte directement la formation des prix de l'électricité sur les marchés européens comme nous le décrivions dans une [publication récente](#).

L'effet sur l'industrie agro-alimentaire pourrait également être significatif, la Russie et l'Ukraine étant d'importants exportateurs de blé au niveau mondial, les prix ont fortement augmenté depuis le début de l'invasion. Il en va de même pour certains métaux comme l'acier ou l'aluminium, ce qui affectera les chaînes de valeur dans l'industrie et les prix des biens manufacturés.

✓ Notre opinion – Ainsi, si l'exposition commerciale de la France à la Russie et l'Ukraine est limitée – ce qui devrait contenir l'impact direct de la guerre sur la croissance –, les effets indirects risquent d'être bien plus importants, mais également plus difficilement quantifiables.

La guerre en Ukraine entraîne de fortes pressions inflationnistes sur les prix de l'énergie, mais également des matières premières agricoles et industrielles. Notons toutefois que le gouvernement a récemment gelé les prix du gaz et de l'électricité jusqu'en juin 2022 et que le ministre de l'Économie a ouvert la porte à une prolongation de ce gel jusqu'en fin d'année.

De plus, ce choc affecte l'ensemble des pays européens. Certains de nos voisins comme l'Allemagne sont des partenaires commerciaux plus importants de la Russie et une baisse de l'activité en Allemagne aura des répercussions négatives sur la demande adressée à la France. Toutefois, par effet de substitution, certains secteurs pourraient bénéficier de la moindre concurrence en provenance de Russie pour se développer ou pour profiter de la hausse des cours, notamment pour les producteurs céréaliers malgré la hausse du prix des engrais (tandis que les éleveurs subiront ces hausses). Pour en savoir plus sur les relations commerciales avec la Russie et les possibles conséquences pour l'économie française, consultez le [flash](#) paru aujourd'hui.

Pays émergents

Asie

Asie : le choc passera surtout par les prix

Les pays d'Asie demeurent, pour l'instant, très en retrait dans leurs prises de position vis-à-vis du conflit. Seuls le Japon, Singapour, la Corée du Sud et Taïwan ont condamné l'invasion, apporté leur soutien militaire ou financier à l'Ukraine et pris de premières sanctions contre le régime russe, le plus souvent alignées sur celles des États-Unis et de l'Union européenne.

Les autres nations d'Asie du Sud-est (Indonésie, Malaisie, Philippines, Vietnam, Cambodge) se sont quant à elles contentées de faire part de leur « tristesse » face à cette situation, et ont invité les deux pays à « faire preuve de retenue et à continuer le dialogue ».

L'Inde et la Chine ont également adopté une position plus que neutre, en s'abstenant notamment lors du vote des résolutions à l'ONU. Si la position chinoise n'est pas surprenante, celle de l'Inde est diplomatiquement très compliquée. D'un côté, la Russie est devenue depuis quelques années son premier fournisseur d'armes (entre 50 et 70% des importations totales en fonction des années). De l'autre, l'Inde a réaffirmé sa position comme alliée des États-Unis dans le Pacifique et participe à leurs côtés aux manœuvres du QUAD. Un rôle d'équilibriste que le président Modi pourrait avoir du mal à tenir si le conflit se prolonge.

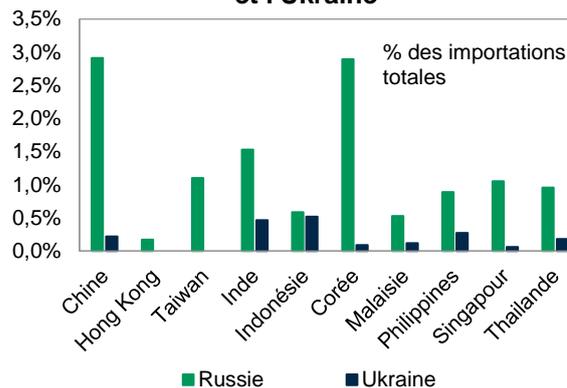
Des effets directs a priori très limités

Pourtant, les pays asiatiques ne sont à première vue pas les plus susceptibles d'être concernés par l'isolement économique de la Russie. Leur part dans les échanges russes est – à l'exception de la Chine – presque marginale. La part des importations russes dans leurs importations totales est au maximum de 3% (Chine et Corée du Sud), et celle de l'Ukraine encore plus marginale (0,5% pour l'Inde et l'Indonésie).

Les échanges se limitent également généralement à trois produits : du pétrole, des céréales (blé et maïs), et des engrais. Sur ce plan, la seule dépendance identifiée concernerait les céréales ukrainiennes, qui alimentent les marchés chinois (50% des importations de maïs viennent d'Ukraine), coréen (18% des importations de maïs), indonésien (25% des importations de blé) et thaïlandais (20% des importations de blé). Toutefois dans ces pays, c'est le riz plutôt que le blé qui occupe une place centrale dans l'alimentation, d'où un risque de pénurie extrêmement limité, en comparaison notamment des pays du Maghreb ou du Moyen-Orient, bien plus dépendants du blé.

En ce qui concerne les biens énergétiques, la Chine et la Corée sont les deux seuls clients notables de la Russie (respectivement 14,5% et 10% de leurs importations de pétrole, moins de 5% pour les autres pays de la zone).

Importations depuis la Russie et l'Ukraine



Sources : UNComtrade, Crédit Agricole S.A/ECO

Et si la Russie compte peut-être sur la Chine pour se substituer à ses clients occidentaux traditionnels, rien n'est moins sûr. Le géant asiatique est en effet soucieux de maintenir un approvisionnement très diversifié, qui fait partie intégrante de sa stratégie d'autonomisation, et ne souhaite donc pas nécessairement accentuer sa dépendance vis-à-vis du pétrole russe. Les cinq fournisseurs principaux du pétrole chinois sont ainsi situés sur quatre continents (Arabie saoudite 17,5%, Russie 14,5%, Irak 10,5%, Angola 10% et Brésil 8%) et reflètent cette stratégie chinoise.

Les pays asiatiques, des clients secondaires



Sources : UNComtrade, Crédit Agricole S.A/ECO

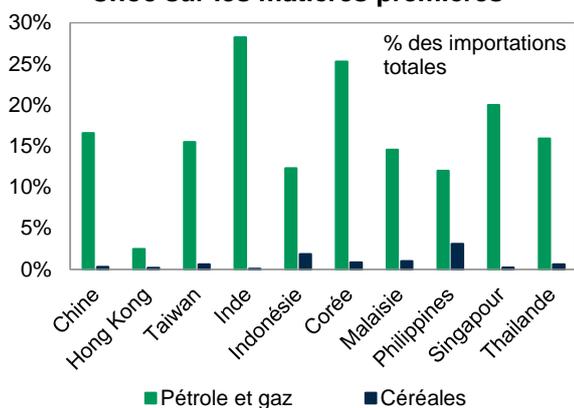
Vu d'Ukraine et de Russie, seule la Chine occupe une place significative parmi les clients (14,3% des exportations russes et 8% des exportations ukrainiennes). Si de nouvelles sanctions de type embargo devaient être prises par les pays

occidentaux, ce n'est donc pas du côté de l'Asie que la Russie pourrait a priori trouver de nouveaux débouchés.

Des effets indirects *via* le prix des matières premières

Si la plupart des pays d'Asie se fournissent peu en Russie, leur dépendance vis-à-vis du pétrole les expose à un choc potentiellement important. À l'exception de l'Indonésie et de la Malaisie, qui malgré la part de pétrole dans leurs importations, demeurent exportatrices nettes d'énergie, les autres pays de la zone affichent une forte sensibilité au pétrole.

Choc sur les matières premières



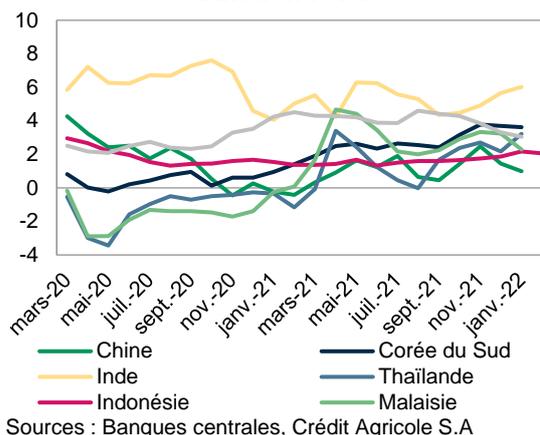
Sources : UNComtrade, Crédit Agricole S.A/ECO

À ce titre, c'est l'Inde qui a le plus à perdre : les importations de pétrole représentent en effet entre 25 et 30% de ses importations totales suivant les années, et alimentent son déficit courant structurel (généralement autour de 2% du PIB). L'Inde est aussi le pays dans lequel les pressions inflationnistes sont les plus fortes. Une accélération brutale, mais durable, des prix énergétiques contrarierait un peu plus le calendrier de la banque centrale, déjà sous pression, qui souhaitait retarder le plus possible la hausse de son taux directeur.

Dans le reste de l'Asie, l'inflation demeure pour l'instant très contenue, en raison notamment du rôle stabilisateur de la Chine. Les prix à la production ont bien sûr augmenté, en lien avec la hausse du prix des matières premières, mais restent bien plus contenus que chez les autres émergents, latino-américains en tête. Le poids de l'énergie dans les indices de prix à la consommation est de surcroît particulièrement élevé dans les pays producteurs de pétrole (Indonésie et Malaisie), dans lesquels le gouvernement a les moyens de limiter la hausse des prix *via* le contrôle des entreprises publiques.

L'Asie, plutôt autonome sur le plan alimentaire, devrait être relativement épargnée par la hausse annoncée des prix céréaliers.

Inflation : Asie



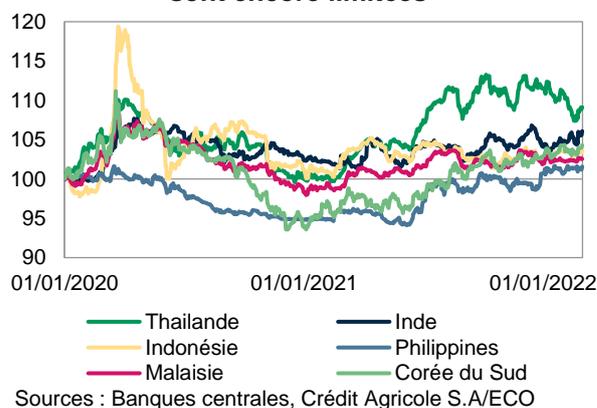
Poids de l'énergie dans l'indice des prix (%)

Chine	9,3
Hong Kong	8,0
Taiwan	5,5
Inde	8,6
Indonésie	12,4
Corée	11,3
Malaisie	14,6
Philippines	6,9
Singapour	9,5
Thaïlande	11,8

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

Du côté des marchés, les pressions sur le change restent à ce stade assez limitées, notamment sur les *usual suspects* (Indonésie et Thaïlande), souvent victimes de brusques mouvements en cas de turbulences (fuite vers les actifs sans risque), traduisant ainsi l'appréciation d'un risque direct pour l'instant assez faible du conflit sur les économies asiatiques.

Asie : les pressions sur le change sont encore limitées



☑ **Notre opinion** – *Le conflit est encore loin d'être résolu et fait donc peser nombre d'incertitudes sur l'ensemble des économies. Si les pays asiatiques ne semblent au premier abord pas directement exposés à d'éventuelles sanctions (embargo ?) prises contre la Russie, leur première vulnérabilité évidente est celle du pétrole, qui pourrait venir alimenter une inflation encore sous contrôle dans la zone.*

S'ils disposent encore de certaines armes pour faire face à de nouvelles turbulences économiques (excédents courants, réserves pour défendre le change), il ne faut pas oublier que les pays asiatiques, en particulier ceux d'Asie du Sud se relèvent à peine de la crise du Covid dont ils ont particulièrement souffert.

La Chine, quant à elle, devrait surtout tenter de stabiliser le cours des matières premières, comme elle l'avait fait lors des épisodes de flambée des prix du cuivre et d'autres métaux, en ouvrant notamment le dialogue avec les autres pays producteurs de l'OPEP pour les encourager à augmenter leur production.

Amérique latine

👉 Amérique latine : il est parfois heureux que l'Europe soit éloignée

Il ne s'agit évidemment pas d'entamer un chantier, aussi ambitieux qu'hasardeux, qui consisterait à estimer les impacts potentiels du conflit russo-ukrainien sur les grandes économies latino-américaines. Il n'est pas non plus question d'évaluer les perturbations issues de nouvelles possibles pénuries de produits (notamment intrants industriels) pour lesquels la Russie est un acteur majeur². **Il s'agit simplement (et humblement) d'observer la sensibilité via le commerce extérieur et les prix.**

Pour les échanges extérieurs, la vision globale (intensité des échanges) doit être complétée par d'éventuelles spécificités : rôle de la zone de conflit comme débouché essentiel pour un produit spécifique et/ou comme fournisseur avec le risque de voir perturbé un processus de production, en

dépôt d'un poids très faible dans les échanges commerciaux globaux.

Considérés globalement, les belligérants occupent un rôle marginal dans le commerce extérieur de la zone latino-américaine. Les exportations qui leur sont destinées s'étagent de 0,1% pour le Mexique à 1,2% pour le Chili. Les importations ne représentent que 0,1% pour le Chili et culminent à 2,1% pour le Brésil. Dans le cas du Brésil, si le rôle global des produits importés est très faible, leur composition est en revanche plus problématique, puisqu'ils sont composés à hauteur de 25% de fertilisants soit 30% des fertilisants importés par le Brésil. C'est également le cas du Pérou dont les importations en provenance de Russie sont composées de fertilisants à hauteur de 45% (soit 45% des fertilisants importés).

	Brésil	Chili	Colombie	Mexique	Pérou
Exports vers Russie/Ukraine (% des exports totales)	0,8%	1,2%	0,3%	0,1%	0,5%
Imports de Russie/Ukraine (% des imports totales)	2,1%	0,1%	0,5%	0,3%	0,9%

Source : UNCOMTRADE, données 2019 (pour éviter les distorsions liées au Covid en 2020)

Imaginer que certains pays (notamment le Brésil pour les céréales ou le pétrole, la Colombie pour le pétrole, la Colombie et le Pérou pour les minerais et métaux) puissent éventuellement profiter de la place laissée vacante par des fournisseurs défaillants suppose, d'une part, que la production suive et, d'autre part, que les moyens de transport (à un coût non prohibitif) soient disponibles : une double hypothèse contestable donc imprudente. **Globalement, l'impact sur le commerce extérieur**

via les volumes devrait donc être tout à fait marginal : il pourrait en revanche se faire sentir via les prix selon que les pays sont importateurs ou exportateurs nets. Les produits concernés³ verront leurs prix progresser à des rythmes évidemment variés mais il apparaît, en simplifiant (un peu « brutalement »), qu'à l'exception du Mexique, les grands pays ici considérés pourraient bénéficier d'une amélioration de leurs termes de l'échange.

² Part de la Russie en % de la production mondiale : palladium (43%), gaz (17%), platine (14%), pétrole (12%), blé (11%), or (9%), aluminium (6%), nickel (6%), argent (5%), charbon (5%), cuivre (4%).

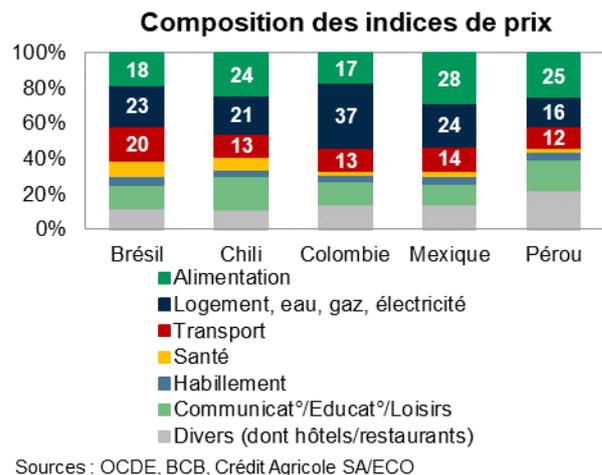
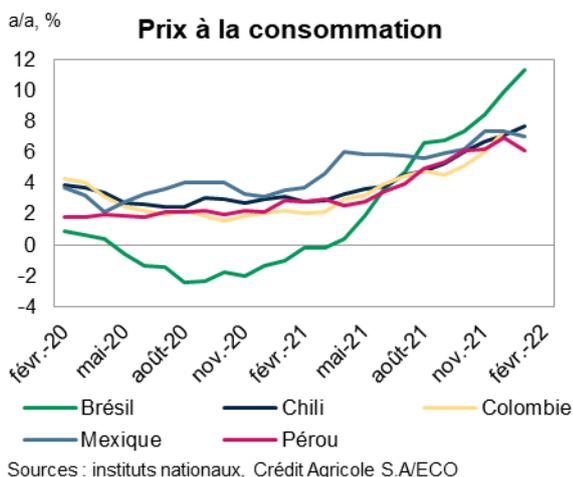
³ On ne retient que les produits sur les marchés desquels Russie et Ukraine sont des acteurs importants et pour lesquels les exportations nettes latino-américaines (exportations diminuées des importations en % des exportations) sont significatives.

Exportations nettes						
	Brésil	Chili	Colombie	Mexique	Pérou	
Aluminium*						-15%
Céréales						-15% à -10%
Cuivre*		22%				-10% à -5%
Engrais						-5% à -2%
Fer et acier*						-2% à 0%
Pétrole (brut et raffiné)			46%			≈0%
Minerais		29%			36%	0% à 2%
Zinc*						2% à 5%
						5% à 10%
						10%-15%
						>15%

* Dont articles et ouvrages en ...

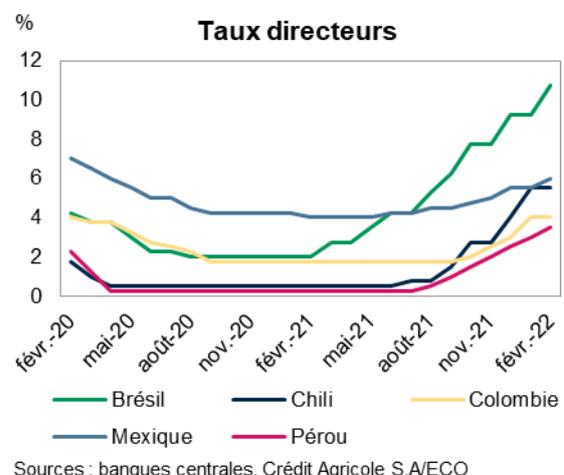
La hausse des prix des principaux produits exportés par la Russie et l'Ukraine devrait, par ailleurs, contribuer à l'accélération d'une inflation déjà dangereusement élevée. Sans même envisager les dégâts dérivés de la hausse des intrants via les prix à la production, et en se limitant à l'impact direct des cours des céréales et de

l'énergie sur les prix à la consommation via les postes les plus sensibles (alimentation, dépenses liées au logement, transport), l'impact ne sera pas négligeable : la sensibilité varie selon les modes de consommation nationaux mais évaluée (sommairement), elle représente environ 20% des indices de prix.



Les banques centrales ont entrepris des resserrements monétaires évidemment variables selon l'ampleur de l'inflation. En raison de l'historique régional d'inflation élevée et devant le resserrement de la Fed (auquel sont plus particulièrement sensibles le Mexique et la Colombie), elles ont réagi rapidement pour essentiellement ancrer les anticipations, consolider leur propre crédibilité et rassurer les marchés. Le degré de rattrapage par rapport au niveau d'activité pré-pandémie et l'érosion de la vigueur de la reprise n'interviennent dans leurs décisions qu'en ce qu'ils influent sur les prix. Même si le rythme de croissance fléchit, le conflit russo-ukrainien porte le risque de taux d'intérêt élevés au regard notamment de l'écart de production. En revanche, dans un contexte de normalisation agressive des politiques monétaires et budgétaires, l'amélioration des termes de l'échange apporte un peu d'oxygène. Elle permet d'espérer que les

marchés fassent preuve de discrimination et ne placent pas l'Amérique du Sud dans l'œil du cyclone.



Moyen-Orient et Afrique du Nord

Moyen-Orient & Afrique du Nord : premiers impacts économiques de la guerre en Ukraine

Les échanges commerciaux de biens entre le Moyen-Orient et l'Ukraine et la Russie sont globalement relativement modestes et ne s'effectuent pratiquement que dans le sens des importations. La région exporte très peu vers ces deux pays, mais est cependant un gros importateur de céréales (blé) et de métaux (acier). En revanche, les flux de touristes en provenance de ces deux pays sont importants en volumes. Ils soutiennent les exportations de services et participent aux entrées de devises dans certains pays touristiques.

Les pays du Moyen-Orient connaissent une très forte dépendance alimentaire et importent parfois la majorité des céréales consommées localement. L'Ukraine et la Russie sont parmi les fournisseurs majeurs de céréales au Moyen-Orient et la part de marché a plutôt progressé ces dernières années, notamment en Égypte et en Algérie, les plus gros importateurs de la région.

L'impact le plus direct pour les pays importateurs de céréales est la hausse immédiate des prix sur les marchés mondiaux. On assiste actuellement à une flambée historique des cours à 35 euros la tonne de blé, en hausse de 30 à 40 euros la tonne depuis la guerre en Ukraine. L'autre impact est la disponibilité de la matière première. La Russie et l'Ukraine assurant 30% des exportations mondiales de blé, la substitution par d'autres pays n'est pas immédiatement possible en cas de rupture des approvisionnements. Les ports exportateurs d'Ukraine, Marioupol et Odessa, sont fermés et ont été affectés par les bombardements. La situation actuelle pourrait donc rendre plus difficile l'accès.

deux pays et 50% de son cuivre provient de Russie. Mais la région va aussi être affectée par la hausse du prix des matières premières.

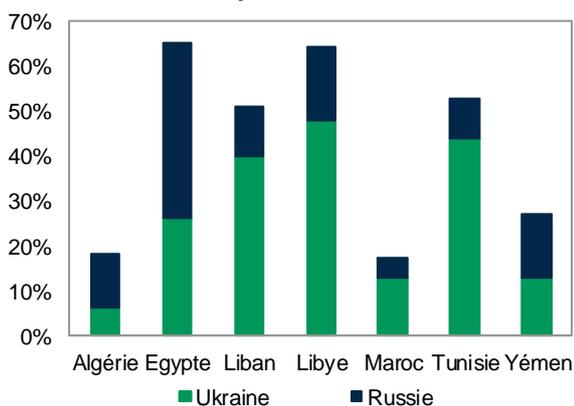
Dans le secteur du tourisme, c'est surtout l'Égypte qui va être pénalisée par la chute du nombre de touristes en provenance d'Ukraine et de Russie.

Du côté des prix énergétiques, la flambée des cours pétroliers va d'autant plus profiter aux pays producteurs du Golfe que ces derniers, regroupés dans l'alliance OPEP+ qui comprend la Russie, a décidé de ne pas augmenter les volumes de production pour compenser les tensions sur le marché. Par conséquent, le cours du baril a dépassé le niveau très élevé de 110 dollars. Cette forte hausse, si elle est durable va pénaliser les pays importateurs de la région et peser sur les termes de l'échange de nombreux pays. Pour éviter les tensions sociales issues d'une hausse des prix à la pompe, certains gouvernements pourraient être tentés de rehausser les subventions. Pour les pays producteurs du Golfe, les balances commerciale et budgétaire devraient s'améliorer plus qu'anticipé, si le prix du pétrole se maintient plusieurs mois à un niveau aussi élevé.

Deux autres impacts macro-économiques vont avoir lieu au cours des prochains trimestres : une décélération de la croissance du PIB dans les pays non pétroliers et une hausse de l'inflation. Il est encore trop tôt pour connaître l'impact sur la croissance. En revanche, l'inflation devrait progresser dans les pays où la part des produits alimentaires est forte dans l'indice (Égypte 44%, Maroc 33%).

En termes de relations militaires avec les pays du Moyen-Orient, la Russie est le principal soutien militaire et politique du régime de Bachar El Assad en Syrie, pays qui a voté à l'ONU en faveur de l'intervention russe en Ukraine avec seulement quatre autres pays dans le monde. L'armée russe a investi le port de Tartous et installé une base militaire aérienne près de Lattaquié, sur les bords de la Méditerranée. Depuis quelques années, la Russie a renforcé sa présence militaire et noué des relations plus étroites au Moyen-Orient, profitant du vide provoqué par le retrait progressif et partiel des États-Unis. Elle a ainsi établi une présence militaire permanente en Cyrénaïque en soutien au général Haftar en Libye. Par ailleurs, la Russie est aussi un important exportateur d'armes dans la région.

MO-AN : importation de céréales



Sources : UNcomtrade, Crédit Agricole S.A.

Les importations de métaux sont beaucoup plus faibles. L'Égypte importe 16% de ses besoins des

Europe centrale et orientale, Asie centrale

Europe centrale et orientale, Turquie : une très forte dépendance aux hydrocarbures de Russie

L'invasion de l'Ukraine par l'armée russe amène à établir l'état des lieux des relations commerciales entre l'Europe centrale et l'Ukraine, d'une part, et la Russie, par ailleurs. Les relations commerciales globales sont assez peu développées entre l'Europe centrale et ces deux pays car, trente-trois années après la chute du mur de Berlin, l'Europe centrale a développé des liens particulièrement étroits avec l'Europe de l'Ouest et ses partenaires de l'Union européenne. Néanmoins, l'Ukraine est un partenaire commercial pour la Pologne qui y exporte 1 milliard de dollars de biens chaque année.

En revanche, comme certains grands pays d'Europe occidentale, l'Europe centrale reste toujours très dépendante des flux d'hydrocarbures en provenance de Russie, tant concernant le gaz que le pétrole. Ces flux arrivent par des oléoducs et gazoducs qui traversent le territoire ukrainien. Le tableau ci-dessous donne le pourcentage d'importations en provenance de Russie, l'Ukraine n'étant qu'un pays de transit.

Pays	Import hydrocarbures de Russie	Dont import gaz russe
Albanie	9%	-
Bulgarie	50%	-
Croatie	7%	-
Estonie	40%	11%
Hongrie	33%	-
Lettonie	24%	18%
Lituanie	51%	5%
Macédoine	14%	-
Pologne	54%	66%
Rép. tchèque	30%	73%
Roumanie	31%	-
Serbie	37%	-
Slovaquie	62%	-
Slovénie	14%	-
Turquie	29%	-

Sources : UNcomtrade, Crédit Agricole

Alors que deux pays baltes ont progressivement réduit leur dépendance au pétrole et au gaz en provenance de la Russie, un grand nombre de pays de la région en est encore fortement tributaires : Pologne, Lituanie, Bulgarie et Slovaquie. Le risque de rupture des approvisionnements n'est pas avéré

à ce stade et dépendra de l'évolution du conflit sur le territoire ukrainien et des positions géopolitiques de Moscou.

Comme l'ensemble du continent européen, la région est affectée par une hausse de l'inflation, tant sur les produits alimentaires qu'énergétiques. En termes de croissance du PIB, les effets de décélération de la croissance vont affecter particulièrement la région qui est au cœur des tensions avec la Russie et proche de la zone de conflit.

Certains pays pourraient être particulièrement menacés comme la Moldavie, compte tenu de la présence militaire russe en Transnistrie.

De son côté, la Turquie est fortement dépendante de ces deux pays pour ses importations de céréales. 62% de ses importations proviennent de Russie et 12% d'Ukraine. Son taux de dépendance sur l'acier est moins fort (23% en provenance des deux pays), mais il est d'un tiers pour l'aluminium en provenance de Russie. Concernant les hydrocarbures, il s'établit à 29% vis-à-vis de la Russie.

Mais la Turquie a par ailleurs trois autres spécificités qui la rendent particulièrement sensible au choc :

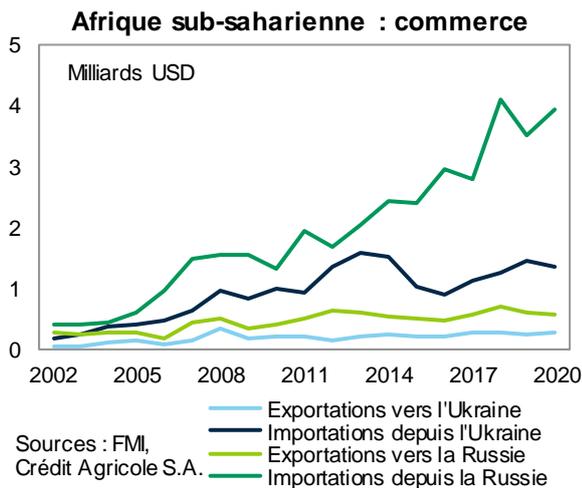
- ✓ Un secteur du tourisme très dépendant des visiteurs ukrainiens et russes. Avant la pandémie, 7 millions de Russes et 1,5 million d'Ukrainiens ont visité le pays. Lors de la reprise de 2021, les visites sont remontées à 4,7 millions de Russes et 2,1 millions d'Ukrainiens.
- ✓ Deuxième vulnérabilité, le risque de baisse des exportations vers l'Europe en cas de chute de la croissance.
- ✓ Et enfin, la situation de l'économie turque elle-même, déjà très fragilisée avant cette crise par la politique monétaire atypique du gouvernement turc, et les niveaux particulièrement élevés d'inflation.

En conclusion, l'économie turque risque d'être l'une des plus affectées de la région par tous les effets directs et indirects de la guerre, de prix et de volume. Le déficit courant va s'accroître sous l'effet conjugué des importations énergétiques et du manque à gagner touristique. La croissance devrait être légèrement tirée à la baisse et l'inflation à la hausse, poussée notamment par l'inflation alimentaire.

Afrique sub-saharienne

Les conséquences alimentaires du conflit ukrainien pourraient déstabiliser plusieurs pays du continent africain

Les pays d'Afrique sub-saharienne vont, comme le reste du monde, subir les répercussions de la guerre entre la Russie et l'Ukraine. Les liens commerciaux bilatéraux entre l'Afrique sub-saharienne, d'une part, et la Russie ou l'Ukraine, d'autre part, sont faibles dans leur ensemble (respectivement 1,3% et 0,4% des exportations du continent, pour 0,2% et 0,1% des importations).



En revanche, ces liens commerciaux ont une importance stratégique en ce qui concerne les importations alimentaires – notamment céréalières – des pays africains. La hausse des prix alimentaires, notamment celui du blé, qui s'observe d'ores et déjà, vient s'ajouter à la forte hausse observée en 2021. Or, cette composante représente un poids structurellement très élevé dans la consommation des ménages des pays africains.

Au Nigéria par exemple, l'alimentation compte pour près de 52% de l'indice des prix à la consommation et à la fin de l'année 2021, les prix alimentaires dans le pays étaient déjà en augmentation de 17% sur un an. Le potentiel de déstabilisation politique est donc très fort dans de nombreux pays. En 2019 au Soudan, la hausse des prix des céréales avait été l'une des causes initiales de la mobilisation populaire ayant abouti au changement de régime.

De plus, les pays d'Afrique sub-saharienne qui dépendent de l'Ukraine pour leur approvisionnement en blé vont être encore plus fortement affectés. L'Éthiopie et Djibouti importent un tiers de leur blé d'Ukraine, la Mauritanie un quart, une proportion qui s'élève à 18 et 10% respectivement pour l'Ouganda

et le Kenya. Ces pays vont donc faire face au double défi de remplacer cette source d'approvisionnement probablement perturbée dans les prochains mois, dans un contexte très concurrentiel.

La demande industrielle russe représente par ailleurs une part importante pour certaines ressources minérales du continent, comme le palladium (70% des exportations sud-africaines de ce métal vont vers la Russie) ou la bauxite pour la Guinée notamment. La complexification des échanges avec la Russie pourrait donc également affecter les exportations africaines, même si le potentiel de substitution de cette demande par d'autres pays est important étant donné leur nature stratégique.

Du côté des prix énergétiques, la flambée des cours pétroliers va continuer de profiter aux pays producteurs du continent, tout en pénalisant les importateurs nets. Le niveau très élevé atteint ce jeudi par le baril, à plus de 110 dollars, va peser sur les termes de l'échange de nombreux pays, mais aussi générer des tensions domestiques.

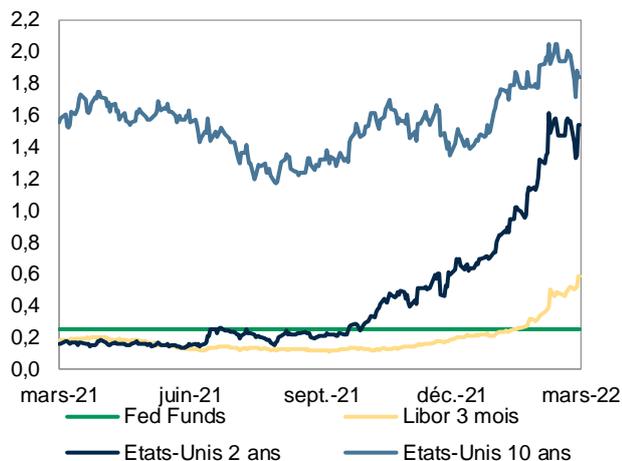
Les liens militaires entre l'Afrique sub-saharienne et la Russie constituent un autre aspect du conflit qui pourrait avoir des répercussions. Depuis 2014, la Russie intensifie ses liens militaires et diplomatiques avec le continent. La présence et le développement des sociétés militaires privées, comme Wagner, occupe souvent le devant de la scène, comme en Centrafrique depuis 2018 et au Mali depuis l'année dernière. Mais la Russie a également multiplié les accords de coopération militaire. Ces derniers concernent désormais plus d'une vingtaine de pays africains, mais l'intensité de la coopération est variable. Par ailleurs, sur la période 2016-2020, la Russie est le premier exportateur d'armement en Afrique sub-saharienne, avec 30% du total, d'après les données du *Stockholm International Peace Research Institute*. L'évolution des sanctions et de l'isolement diplomatique de la Russie aura donc des répercussions pour les pays africains qui entretiennent des liens stratégiques importants avec Moscou.

Le 2 mars dernier, a eu lieu un vote lors de l'assemblée plénière de l'ONU qui a voté massivement contre l'invasion russe en Ukraine. En Afrique sub-saharienne, seule l'Érythrée a soutenu l'intervention russe. Quatorze pays, généralement proches militairement de la Russie, se sont abstenus et six pays n'ont pas pris part au vote.

Tendances à suivre

Taux d'intérêt en dollar américain

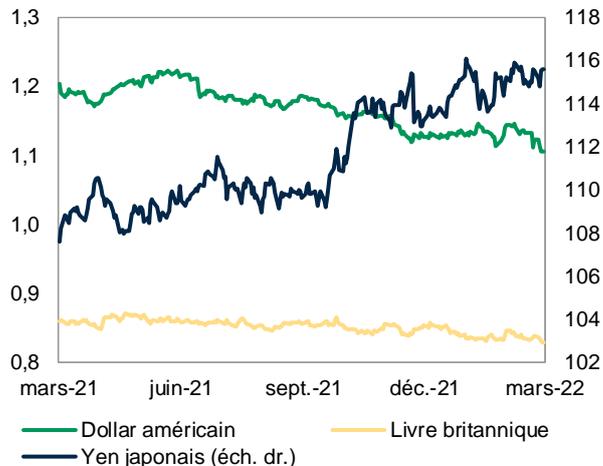
%, interbancaire (Londres) et souverains (États-Unis)



Source : Thomson Reuters

Taux de change des principales devises

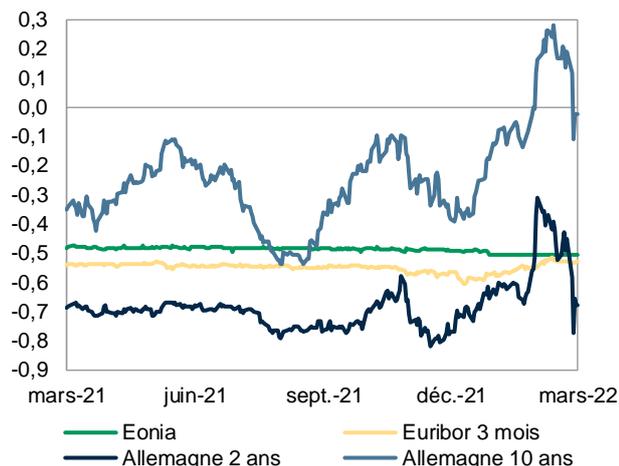
EUR/USD, EUR/GBP et USD/JPY



Source : Thomson Reuters

Taux d'intérêt en euro

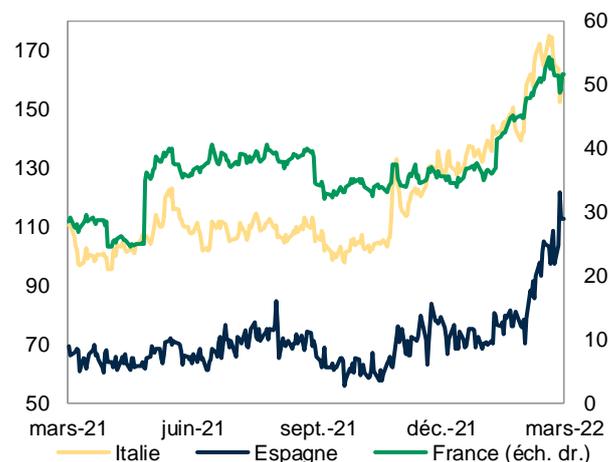
%, interbancaires (Londres) et souverains (Allemagne)



Source : Thomson Reuters

Spreads souverains européens avec le Bund

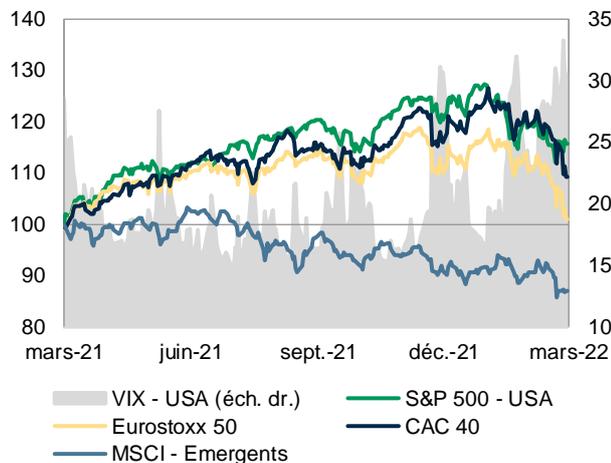
Pdb, dette en EUR à dix ans



Source : Thomson Reuters

Marché actions

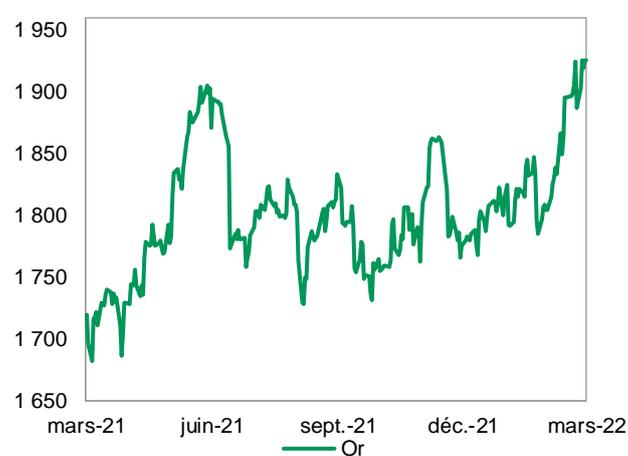
Indice boursiers (100 = début de période) et volatilité VIX



Source : Thomson Reuters

Cours de l'once d'or

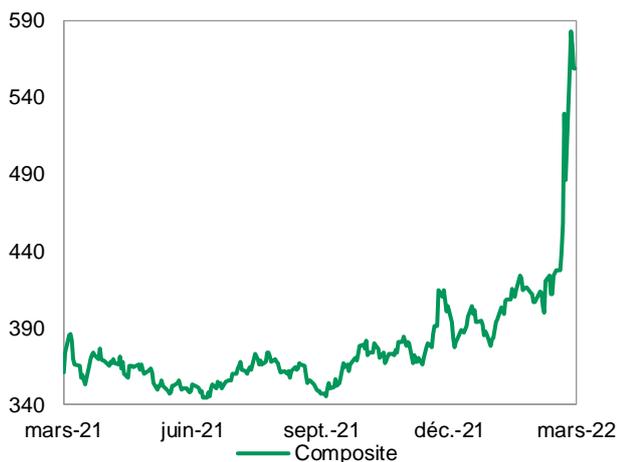
USD/Once troy (Londres)



Source : Thomson Reuters

Spreads souverains émergents avec le T-Bond

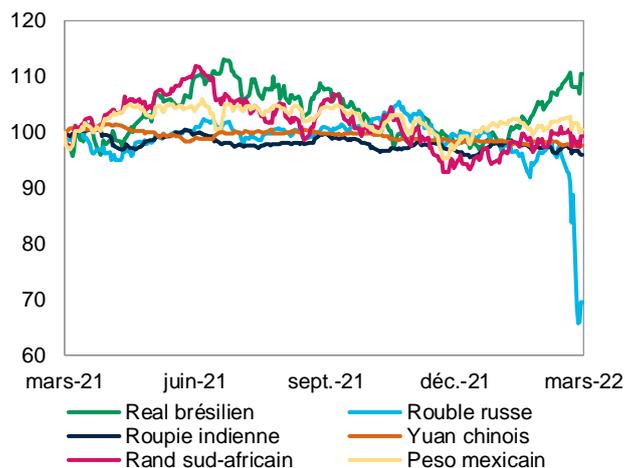
Indices EMBI+ (pdb, dette en USD de plus d'un an)



Source : JP Morgan

Devises émergentes

/USD (indice 100 = début de période)



Source : Thomson Reuters

Coût du transport maritime de vrac sec

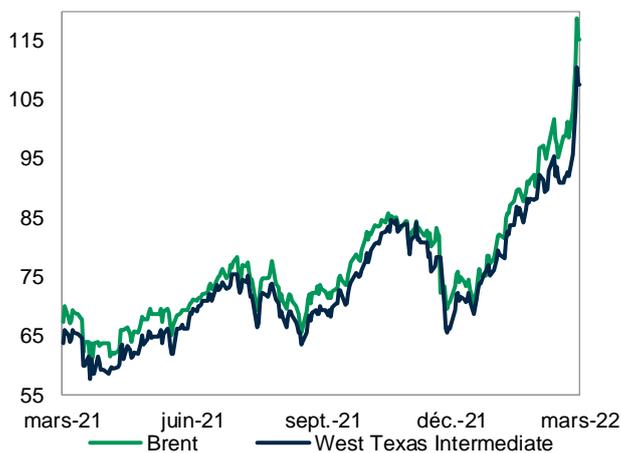
Baltic Dry Index (USD/point)



Source : Baltic Exchange

Cours du baril de pétrole brut en USD

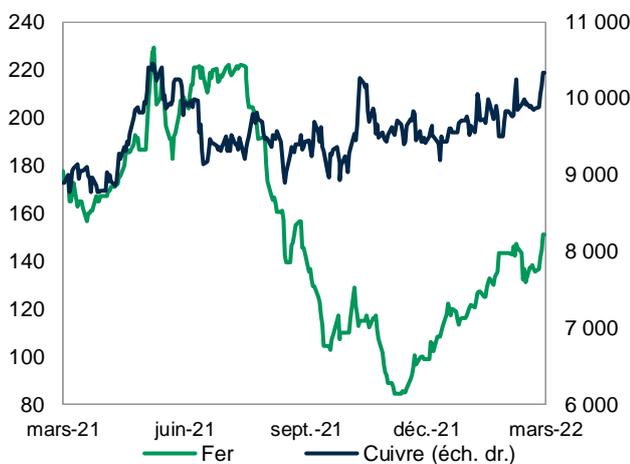
Brent (mer du Nord) et WTI (golfe du Mexique)



Source : Thomson Reuters

Cours des métaux

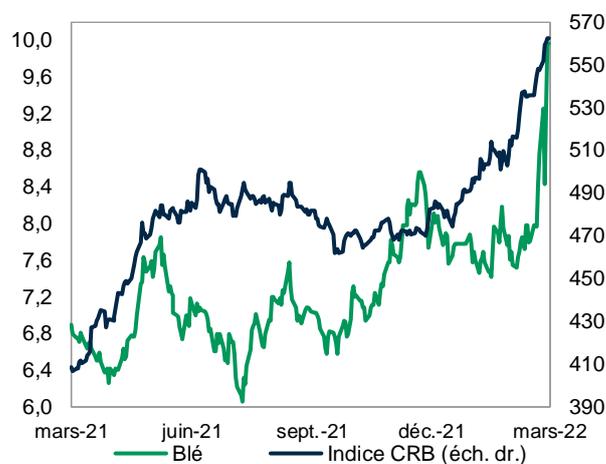
USD/tonne métrique



Sources : Steel Home, London Metal Exchange

Agriculture

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



Sources : USDA, CRB

Consultez nos dernières parutions en accès libre sur Internet :



Monde – Scénario macro-économique 2022-2023 – 20 décembre 2021

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

Date	Titre	Thème
02/03/2022	L'OBSERVATOIRE financier des entreprises agroalimentaires	Agri-agro
02/03/2022	Thaïlande – Un peu d'espoir	Asie
01/03/2022	Maroc – La pire sécheresse depuis trente ans et ses conséquences économiques	Afrique du Nord
28/02/2022	Italie – Guerre en Ukraine et inflation	Italie
25/02/2022	Allemagne – Conjoncture : PIB au T4-2021	Allemagne
25/02/2022	Monde – L'actualité de la semaine	Monde
24/02/2022	L'ADN au secours de la donnée	Deeptech
23/02/2022	Iran – Où en est l'économie à la veille des résultats des pourparlers de Vienne ?	Moyen-Orient
23/02/2022	Europe – L'Allemagne à la table des faux-semblants ?	Allemagne
22/02/2022	Pérou – À un pitoyable spectacle politique s'oppose une économie "résiliente"	Amérique latine
22/02/2022	Avenir de l'Europe - Les politiques macro-prudentielles	Europe
22/02/2022	Asie – Singapour peut-elle s'imposer comme une alternative crédible à Hong Kong ?	Asie

Études Économiques Groupe – Crédit Agricole S.A.

12, place des États-Unis – 92127 Montrouge Cedex

Directeur de la publication : Isabelle JOB-BAZILLE

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

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

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

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

Asie : Sophie WIEVIORKA

Amérique latine : Catherine LÉBOUGRE (coordination scénario)

Afrique du Nord, Moyen-Orient : Olivier LE CABELLEC

Afrique sub-saharienne : Thibault ALIX

Documentation : Dominique PETIT, Elisabeth SERREAU

Statistiques : Robin MOURIER, Alexis MAYER

Réalisation et Secrétariat de rédaction : Fabienne PESTY

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

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

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

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

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