

# Perspectives

Hebdomadaire – N°21/306 – 24 septembre 2021

## MONDE – L'actualité de la semaine

☞ <i>Toujours plus de subtilités dans le discours des banques centrales !</i> .....	2
☞ <i>L'Europe attend son nouveau leader</i> .....	3
☞ <i>France : évolutions contrastées pour le climat des affaires en septembre</i> .....	5
☞ <i>France : malgré quelques zones d'ombre, le PLF 2022 combine réduction du déficit et poursuite de la relance</i> .....	5
☞ <i>Zone euro : le ralentissement de l'activité pourrait s'accentuer au T4</i> .....	7
☞ <i>Allemagne : des élections législatives décisives pour l'orientation économique du pays</i> .....	7
☞ <i>Italie : ralentissement temporaire dans la construction</i> .....	8
☞ <i>Émirats Arabes Unis : une reprise assez poussive en 2021, mais plus vigoureuse en 2022</i> .....	9
☞ <i>Pologne et Hongrie : le plan de relance de la discordie</i> .....	10
☞ <i>Nigéria : une reprise lente et des tensions monétaires qui persistent</i> .....	11

## Toujours plus de subtilités dans le discours des banques centrales !

L'attention s'est largement concentrée sur la réunion du FOMC aux États-Unis et la teneur des nouvelles déclarations préalables à un resserrement monétaire. La Réserve fédérale a ainsi indiqué qu'elle devrait annoncer lors de sa réunion de novembre une réduction progressive de ses achats mensuels d'actifs (actuellement de 120 Mds \$) qui s'achèverait mi-2022 et le « dot plot » laisse à penser qu'une hausse des taux d'intérêt pourrait survenir plus tôt que prévu en 2022 en raison des progrès économiques réalisés et des tensions inflationnistes, qui restent vues comme liées à des facteurs transitoires. Ce discours légèrement plus « *hawkish* » s'appuie sur de nouvelles projections en matière de croissance, d'inflation et d'emploi.

La croissance a été révisée à la baisse pour 2021, de 7% en juin dernier à 5,9%, mais la prévision pour 2022 a été révisée à la hausse à 3,8% contre 3,3% précédemment. L'inflation resterait supérieure à la cible de 2% de la Fed sur les trois prochaines années avec un pic à 4,2% en 2021 (contre 3,4% lors des estimations de juin dernier) avant de ralentir à 2,2% en 2022. L'évaluation par les membres du *board* de ce que serait le niveau approprié du taux directeur (*Fed funds rate*) les prochaines années, signale que 9 des 18 responsables sont prêts à augmenter les taux d'intérêt dès 2022 en réponse au niveau élevé de l'inflation. Cet ajustement est justifié par la perte de pouvoir d'achat des ménages qu'engendre l'inflation alors que la consommation privée contribue amplement à la croissance. Sur le plan politique, les débats sur la suspension du plafond de la dette, à défaut d'un relèvement imminent, ont de nouveau fait rage, nourrissant comme à chaque fois le spectre d'une administration américaine fonctionnant *a minima* dans l'attente du vote du budget fédéral par le Congrès.

En Asie, c'est la situation financière du deuxième plus important promoteur immobilier chinois, *Evergrande* (dont le passif estimé avoisine 260 Mds €) qui a suscité les craintes des investisseurs. Le risque d'un défaut de paiement menace en effet de déclencher dans son sillage une vague de défiance sur les actifs du secteur immobilier, réveillant les craintes d'un risque systémique.

Les autorités chinoises se sont jusqu'ici montrées réticentes à un renflouement de la société qui favoriserait l'aléa moral et contredirait sa politique de durcissement de la réglementation du marché immobilier introduite en 2020 pour tenter de limiter l'endettement privé, jugé excessif. Si pour l'heure, le sort du géant chinois n'est pas tranché, Pékin semble néanmoins privilégier une restructuration ordonnée de la dette du groupe pour éviter tout risque de contagion au système financier. La *PBoC* s'est également dite prête à garantir une liquidité abondante sur les marchés et à empêcher tout

resserrement du crédit qui nuirait à l'atterrissage en douceur du marché immobilier.

En zone euro, l'indice composite des directeurs d'achats a quelque peu déçu, signalant un essoufflement des secteurs de l'industrie mais aussi des services. Néanmoins, sur l'ensemble du troisième trimestre, l'activité ressort plus dynamique qu'au trimestre précédent même si les risques baissiers sur la croissance de fin d'année s'accroissent : poursuite des problèmes d'approvisionnement et regain épidémique automnal non écarté. Sur le front politique, les intentions de votes aux législatives allemandes se sont resserrées autour du ténor social-démocrate Olaf Scholz et de son concurrent conservateur Armin Laschet, rendant les pronostics plus délicats sur la coalition gouvernementale. La formation de celle-ci aura des conséquences tant sur l'orientation de politique budgétaire du pays que sur la conduite du projet européen.

En sympathie avec les déclarations légèrement plus « *hawkish* » qu'anticipé de la Fed, les marchés obligataires se sont légèrement tendus. Les rendements des bons du Trésor à 10 ans et ceux du Bund allemand ont respectivement progressé de 6 et 5 points de base alors que les actifs obligataires jugés plus risqués ont vu leurs primes de risque s'écarter. Les *spreads* espagnol et italien ont augmenté de quelques points de base.

Malgré l'évolution des taux d'intérêt (actuelle et anticipée) et des incertitudes fortes mais encore circonscrites à la Chine (la très large majorité des créanciers d'*Evergrande* est chinoise), les marchés actions mondiaux ont continué de progresser en dehors des places asiatiques. *L'Eurostoxx 50* termine la semaine sur une performance de +0,7% et le *S&P 500* gagne 0,4%.

Sur le marché des changes, la devise européenne s'est faiblement dépréciée face au dollar (-0,1%) qui reste dans l'attente du *tapering* de la Fed tandis qu'elle s'est appréciée face à la livre sterling (de 0,4%), en raison de craintes des marchés d'une stagflation au Royaume-Uni.

Enfin, le prix du pétrole en mer du Nord poursuit sa tendance haussière (+2,7% cette semaine) en raison de la faiblesse de l'offre de stocks de brut américain.

## Editorial

### L'Europe attend son nouveau leader

Les capitales européennes suivent avec attention les derniers sondages avant les élections législatives allemandes du 26 septembre. C'est toujours le cas, mais cette fois-ci la récente redéfinition de la position allemande sur des questions d'approfondissement de l'UE (Fonds de relance européenne et émission de dette) interroge sur la durabilité de la transformation de la politique européenne menée par l'Allemagne.

La force de la chancelière sortante A. Merkel a été de savoir opérer le changement de cap de la politique européenne de l'Allemagne en embarquant les membres les plus sceptiques de la CDU/CSU. Sa capacité à rassurer lui a aussi permis d'incorporer des positions socio-démocrates dans sa politique, contribuant ainsi à éroder le soutien au SPD dans la population.

Il est donc légitime de se demander si les candidats à la chancellerie sauront inspirer aux Allemands la même confiance dans leur capacité de négociation. Car c'est bien cette expérience dans la fixation de justes concessions qui a permis des avancées vers un compromis fructueux.

Aujourd'hui, la reconduction de la grande coalition, bien qu'alégalement possible, n'est plus considérée comme très probable par la plupart des observateurs. Sur les questions européennes, bien que partant de positions très éloignées, l'accord de coalition de 2018 avait su trouver une synthèse très favorable à l'approfondissement. Les partenaires s'engageaient à renforcer financièrement l'Union européenne pour qu'elle puisse mieux assurer ses missions et à renforcer et réformer la zone euro en ouvrant la voie à la création d'un budget d'investissement de la zone. L'Allemagne était donc disposée à faire preuve d'une plus grande solidarité financière avec ses partenaires européens en versant des contributions plus élevées au budget européen. Ce point de départ avait créé les conditions pour acter le plan de relance européen.

Cependant, CDU et SPD continuent de porter dans leurs programmes électoraux des positions très éloignées sur les questions d'approfondissement de l'Union économique et monétaire. Elles reflètent celles avancées le 25 mars 2021, lors du débat en séance plénière au Bundestag, sur la loi de ratification du fonds de relance européen. Pour la CDU, il s'agissait d'une réponse exceptionnelle et limitée dans le temps face à la pandémie ; pour le SPD, d'une étape « nécessaire et trop longtemps ajournée sur la voie d'une Union budgétaire européenne ». Cette différence d'interprétation n'a pour autant pas empêché la ratification, A. Merkel ayant réussi à rassurer sur les lignes rouges à ne pas franchir et a explicité les limites du repositionnement de l'Allemagne.

Si A. Laschet s'inscrit totalement dans l'héritage de Merkel, les faucons de la CDU semblent douter de sa capacité de négociation en Europe et ses partenaires européens de sa capacité à convaincre l'aile dure du parti.

Quant à O. Scholz, en tant que vice-chancelier, il partage le bilan Merkel et en endosse la responsabilité, et surtout il se garde bien de se proposer comme le candidat du changement radical. Les questions les plus clivantes du programme électoral du SPD sur les questions européennes (réforme du Pacte de stabilité et pérennisation du NGEU) sont soigneusement écartées du débat électoral.

Mais, aujourd'hui, la fragmentation du panorama politique allemand fait des Verts et des libéraux du FDP les faiseurs de roi. Ainsi, ce sont les deux coalitions SPD, Verts, FDP et CDU/CSU, Verts et FDP qui sont considérées comme les plus probables.

Sur le papier, les deux configurations sont différentes pour les partenaires européens, notamment ceux de la zone euro, car la divergence des visions de la CDU et du SPD sur les questions d'approfondissement de l'Union économique et monétaire sont exacerbées par celles des Verts d'un côté et du FDP de l'autre.

Ainsi, une alliance CDU, FDP, Verts conforterait les membres les plus conservateurs de la CDU et verrait se renforcer l'aversion au partage du risque entre pays dans le cadre de l'Union bancaire (système communautaire d'assurance des dépôts, pondération selon les risques des detentions souveraines), mais aussi les pressions en faveur du rétablissement rapide des règles du Pacte de stabilité et de croissance et d'un renforcement des sanctions, de la création d'une procédure de restructuration des dettes souveraines sous le contrôle du Mécanisme européen de stabilité (MES). En 2017, le FDP avait quitté la table des négociations d'une coalition avec la CDU et les Verts qui lui demandait des compromis jugés excessifs. Aujourd'hui, la politique climatique du FDP le met encore en porte-à-faux avec les Verts. L'approche fondée sur le marché s'oppose au financement des investissements pour la transition par la dépense publique soutenu par les Verts.

Dans ce cas, quel terrain d'entente pour nouer une coalition SPD, Verts, FDP ? Certes, une telle coalition est bien plus hétéroclite sur le plan idéologique que celle dont le FDP s'est séparé il y a quatre ans. Mais l'isolement a beaucoup coûté au FDP qui est aujourd'hui en position de mieux monnayer sa participation et il le fera au prix fort (le ministère des Finances ?).

Mais quel intérêt alors pour le SPD à faire des concessions au FDP ? Pour Scholz, le FDP pourrait potentiellement servir de couverture au flanc gauche de son propre parti en matière de dépenses. Il pourrait aussi être désigné coupable du refus des propositions des autres pays de l'UE visant à assouplir les règles fiscales et la limite de la dette.

Car Scholz a compris que l'opinion allemande, si elle est favorable à une plus grande responsabilité et solidarité allemande envers les autres membres de l'UE, n'est néanmoins pas prête à franchir la ligne rouge tracée par Merkel et à s'aventurer dans un système de redistribution illimitée, inconditionnelle et permanente des fonds publics entre les États membres de l'UE. Il sait aussi que la Cour constitutionnelle fédérale a émis de grandes réserves à l'égard de ce changement de cap en

matière de politique européenne, qu'elle allait examiner de manière approfondie la légalité de cette décision, pouvant ainsi réduire la marge de manœuvre politique du prochain gouvernement.

Ainsi, si pour le SPD, le fonds de relance limité dans le temps n'était qu'une étape intermédiaire sur la voie d'une union budgétaire européenne avec des emprunts communs, cette étape pourra bien rester intermédiaire pour toute la durée de la prochaine législature. Entretemps, la balle est dans le camp des pays bénéficiaires des fonds européens pour en disposer efficacement et alimenter ainsi la confiance des citoyens allemands afin qu'ils soient prêts à déplacer leur ligne rouge.

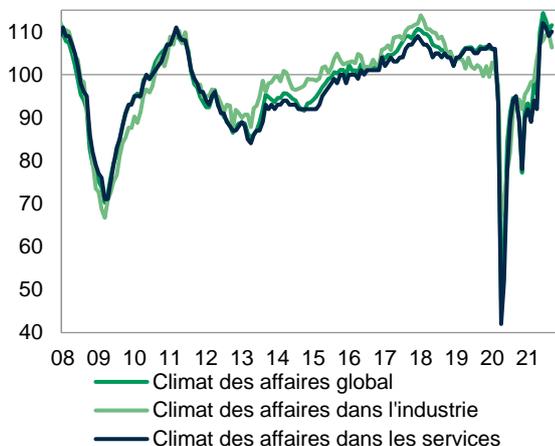
## Zone euro

### France : évolutions contrastées pour le climat des affaires en septembre

En septembre, le climat des affaires Insee progresse d'un point pour atteindre 111, un niveau élevé et supérieur aux hauts niveaux d'avant-crise, signe que la reprise se poursuit à un rythme soutenu. En s'intéressant aux détails sectoriels on remarque cependant d'importantes divergences. Les contraintes d'offre (délais d'approvisionnement, pénuries de biens intermédiaires, ...) continuent de limiter l'activité dans les secteurs manufacturiers. Le climat des affaires recule ainsi de 4 points à 106, un niveau toujours supérieur à sa moyenne historique (100). À l'inverse, la reprise reste dynamique dans les services et le climat des affaires gagne 1 point à 110.

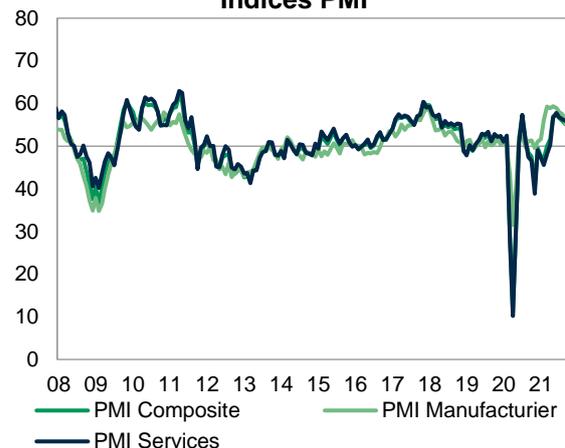
Les enquêtes auprès des directeurs d'achats transmettent des messages relativement similaires. Le PMI manufacturier perd 2,3 points en septembre à 55,2, mais reste nettement en zone d'expansion économique (supérieur à 50). En particulier, les délais d'approvisionnement restent très élevés et le rythme des commandes ralentit. Dans les services, l'indice PMI est quasi stable à 56 en septembre contre 56,3 en août. Il reste à un niveau élevé.

**Climat des affaires INSEE**



Sources : Insee, Crédit Agricole SA / ECO

**Indices PMI**



Sources : IHS Markit, Crédit Agricole SA / ECO

**✓ Notre opinion** – La baisse du climat des affaires dans l'industrie continue de refléter les tensions présentes depuis plusieurs mois sur l'offre. En analysant les enquêtes sectorielles de l'Insee, on remarque d'ailleurs un recul plus marqué du climat des affaires dans l'industrie automobile où la chute est de 6 points. Nous observons d'ailleurs un ralentissement marqué de la production du secteur au cours des derniers mois, conséquence directe de la pénurie de semi-conducteurs suite à la forte reprise de la demande au niveau mondial et des difficultés de production dans les pays exportateurs asiatiques.

Le ralentissement du climat des affaires est également lié à une normalisation de la demande qui progresse désormais à un rythme plus lent qu'à la sortie du confinement, signe d'un retour à des niveaux de consommation plus proches de ceux d'avant-crise après les périodes de surconsommation de biens lors de la réouverture des magasins. Le climat des affaires reste toutefois à un niveau très élevé, lié notamment à un haut niveau de profitabilité et à des perspectives de débouchés très favorables.

### France : malgré quelques zones d'ombre, le PLF 2022 combine réduction du déficit et poursuite de la relance

Le projet de loi de finance (PLF) pour 2022 a été présenté mercredi par le gouvernement. Parmi les principaux enseignements, le gouvernement mise sur une importante réduction du déficit public en 2022 à -4,8% du PIB contre -8,4% cette année. Il table pour cela sur une croissance du PIB de 6% cette année, objectif qui nous paraît assez facilement atteignable et 4% en 2022, une prévision proche de la nôtre et que nous détaillerons prochainement dans notre scénario. Il faut toutefois

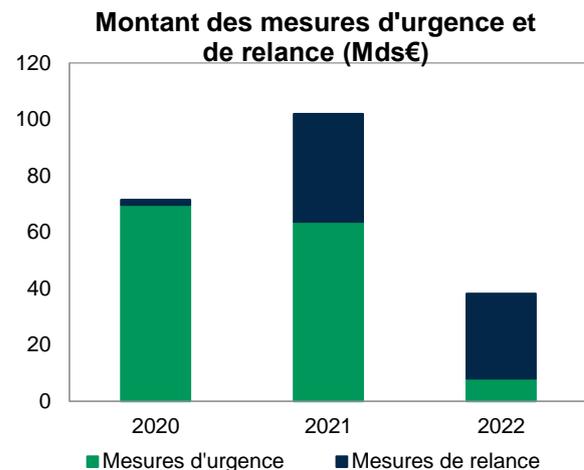
souligner que certaines dépenses pourraient venir s'ajouter à ce budget, le revenu d'engagement pour les jeunes et le plan d'investissement qui doit être présenté d'ici la fin du mois de septembre n'étant pas pris en compte dans ce PLF2022.

Malgré cette volonté de normaliser les comptes publics au sortir de la crise sanitaire, ce budget n'est pas un budget de rigueur et le gouvernement affirme d'ailleurs la poursuite du soutien à la relance. Alors que près de 50 Mds€ ont été engagés depuis le

début de l'année dans le cadre du plan de relance, 38,2 Mds€ devraient être consommés dès cette année. Le gouvernement espère porter les engagements du plan de relance à 70 Mds€ d'ici la fin de l'année et environ 100 Mds€ en 2022. 30,1 Mds€ seraient ainsi déboursés l'année prochaine (et les 30 Mds€ restant seraient consommés au cours des années suivantes bien qu'engagés d'ici fin 2022). En parallèle, les mesures d'urgence seraient en très forte baisse en 2022, ne coûtant que 8,1 Mds€ (du fait majoritairement des dépenses de santé pour l'achat de vaccins et le financement des tests) contre 63,7 Mds€ cette année.

Au-delà du plan de relance, le gouvernement compte également poursuivre les allègements fiscaux entrepris avant la crise comme la baisse progressive de l'impôt sur les sociétés ou encore la suppression de la taxe d'habitation qui va désormais également concerner les ménages les plus aisés. Les budgets de certains ministères sont également renforcés, en particulier dans les domaines

régaliens (Défense, Justice et Intérieur), et de nouvelles dépenses sont mises en place au titre du « Ségur de la santé ».



Sources : Direction générale du Trésor, Crédit Agricole SA ECO

**Prévisions budgétaires officielles 2019-2022**

(en % du PIB)	2019	2020	2021	2022
PIB réel	1,8	-8,0	6,0	4,0
PIB potentiel réel	1,25	0,00	0,80	1,35
Solde public	-3,1	-9,1	-8,4	-4,8
Solde conjoncturel	0,4	-4,3	-1,5	0,1
Solde structurel	-2,5	-1,9	-6,8	-4,7
Mesures exceptionnelles	-1,0	-2,8	-0,1	-0,2
Dette publique	97,5	115,0	115,6	114,0

Source : Ministère de l'Economie, des Finances et de la Relance

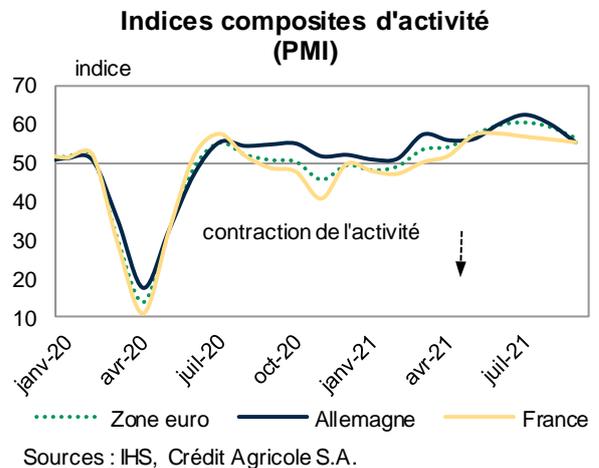
**☑ Notre opinion** – Avec la poursuite du soutien à la relance et la hausse pérenne des dépenses, certaines critiques émergent et affirment que ce budget n'est pas assez rigoureux. En effet, le déficit est réduit grâce à la progression du PIB en 2022 qui permet au solde conjoncturel de passer de -1,5% du PIB à 0,1% du PIB, tandis que le déficit structurel passerait de -6,8% du PIB en 2021 à -4,7% du PIB en 2022 et resterait ainsi bien supérieur à son niveau d'avant-crise (-2,5% du PIB en 2019). L'activité retrouverait dans le même temps un niveau proche de son niveau normal, notamment grâce au soutien budgétaire massif depuis le début de la crise.

Cependant, ce budget devrait permettre de soutenir la croissance à moyen terme. En prenant pour hypothèse un multiplicateur budgétaire de 0,8 (un chiffre proche de l'hypothèse retenue par le gouvernement), les 38,2 Mds€ déboursés en 2021 pour le plan de relance ajouteraient ainsi 1,2 point de PIB à la croissance en 2021 et les 30,1 Mds€ mobilisés en 2022 contribueraient à hauteur de 0,9 point de PIB à la croissance en 2022 en soutenant principalement l'investissement (des entreprises en premier lieu mais également des ménages via des dispositifs comme MaPrimeRenov'). De plus, en excluant les mesures liées à la situation sanitaire (mesures d'urgence et de relance), la dépense publique devrait croître de façon modérée en 2022 à +0,8% en volume, un rythme inférieur à la croissance du PIB potentiel estimée à +1,35%. Si le déficit structurel reste élevé, c'est ainsi notamment par un jeu comptable qui consiste à inclure les mesures liées à la crise sanitaire au déficit structurel depuis 2021 (en 2020, elles faisaient partie des mesures exceptionnelles). C'est également du fait du plan de relance, qui, net des financements européens, pèse à peu près autant sur le déficit en 2022 qu'en 2021.

**Zone euro : le ralentissement de l'activité pourrait s'accroître au T4**

L'indice composite d'activité de la zone euro s'est tassé au mois de septembre à 56 points contre 59 en août, poursuivant ainsi un ralentissement entamé depuis son pic de juillet dernier. Il reste cependant en phase d'expansion robuste et sa moyenne trimestrielle conserve une dynamique plus soutenue au T3 qu'au T2. Si le secteur industriel marque le pas (au plus bas depuis 7 mois) c'est également le cas des services qui ralentissent eux aussi (au plus bas depuis 4 mois). Dans le secteur industriel, le ralentissement s'observe tant sur les commandes domestiques qu'étrangères et s'explique par les difficultés d'approvisionnement et la pénurie de produits entrants. Les commandes insatisfaites atteignent des niveaux élevés et les délais de livraison se rallongent considérablement. Dans les services, le développement de nouvelles activités ralentit mais demeure également à un niveau élevé. Les pressions inflationnistes continuent de s'intensifier dans la zone avec une accélération du prix des entrants, proche de son plus haut niveau historique de septembre 2000. En revanche, celle-ci ne se répercute pas complètement sur les prix des biens en sortie de production, ceux-ci n'augmentent que modérément. La ventilation par pays nous révèle que l'activité s'est davantage ralentie en

Allemagne qu'en France mais que cette dernière est surtout affectée par le ralentissement des services tandis qu'à l'inverse, l'Allemagne est davantage touchée par le ralentissement du secteur industriel car il occupe une plus grande place dans la valeur ajoutée du pays.



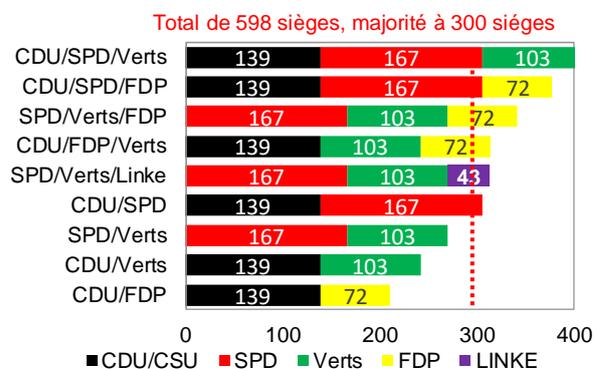
**Notre opinion** – L'activité en zone euro ralentit au mois de septembre mais le rythme d'expansion demeure robuste. Sur l'ensemble du trimestre, l'enquête PMI confirme une accélération de l'activité au T3 comparativement au T2. Néanmoins, les risques baissiers sur la croissance se prolongent sur le reste de l'année. L'évolution épidémique semble maîtrisée mais une résurgence à l'automne ne peut être écartée et les problèmes de goulets d'étranglement dans l'industrie perdurent en raison de la congestion du fret mondial.

**Allemagne : des élections législatives décisives pour l'orientation économique du pays**

À deux jours des élections législatives qui ouvriront une nouvelle ère politique post-Merkel, les sondages continuent d'afficher des pronostics serrés. Le candidat du SPD, Olaf Scholz demeure en tête des intentions de vote, il est crédité de plus de 25% des voix. Armin Laschet (CDU/CSU) le talonne à 22%, tandis qu'Annalena Baerbock (les Verts) se maintient à 16% et Christian Lindner (FDP) à 11%. Dans cette configuration, le nombre de coalitions possibles permettant d'atteindre la majorité parlementaire est de six. La particularité de ces élections réside dans l'éventuelle remise en cause du partenariat entre le SPD et la CDU/CSU au sein d'une même coalition. Si le tandem suffit à lui seul à garantir la majorité parlementaire, l'avance du SPD sur la CDU/CSU et la désaffection de cette alliance par la base des deux partis respectifs joueront en défaveur de cette option. Ainsi, la recherche de deux autres partenaires conduira à des négociations ardues avec les deux autres challengers politiques

que sont les Verts et les libéraux afin de créer une alliance pérenne.

**Projections des sièges après les législatives**



**Notre opinion** – Le résultat de ces élections pourrait offrir la chancellerie à Olaf Scholz s'il réussit à rassembler les Verts et un troisième partenaire derrière lui. L'orientation de politique budgétaire serait

*vraisemblablement plus expansionniste qu'avec les conservateurs dans le gouvernement ; les Verts et le SPD ayant des programmes plus généreux en matière d'investissements publics et de prestations sociales. Le principal risque à surveiller dans la future alliance serait l'éventuelle adhésion des libéraux, qui viendrait durcir la position du pays en matière de déficits budgétaires et de mutualisation de la dette au sein des institutions européennes.*

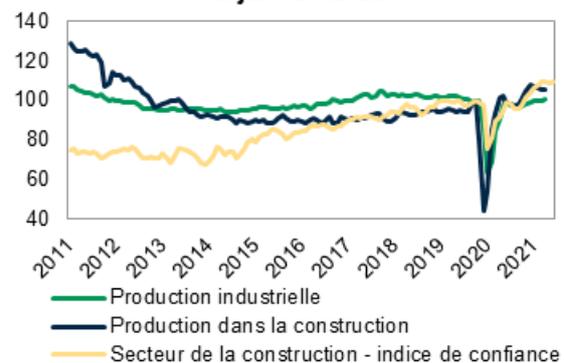
**Italie : ralentissement temporaire dans la construction**

La hausse des prix des intrants aura temporairement eu raison du boom de la production en construction qui après une hausse de 1,6% en juin a baissé de 1,9% en juillet. Le secteur pénalisé par la précédente crise a enregistré un nouvel essor à la sortie du confinement de 2020 rattrapant les fortes baisses dues à l'arrêt des chantiers. Il se situe nettement au-dessus de son niveau d'avant crise et enregistre une nouvelle dynamique depuis le début de l'année. Sur les 7 premier mois, l'indice de production dans la construction est ainsi supérieur de 10% au sept premier mois de 2019 et de 32% par rapport à ceux de 2020 (marqués par le confinement strict d'avril).

Une dynamique que l'on retrouve dans les données d'investissement avec un investissement dans la construction qui augmente de +2,9% au T2 après un bond de 6% au T1. Une dynamique qui touche aussi bien le segment résidentiel que celui du BTP (+2,9%) qui ont augmenté de respectivement de +3% et + 2,9% au T2 après une hausse de 5,9% et 6,2% au T1. L'investissement en construction se situe désormais à près de 13% au-dessus de son niveau d'avant crise avec +10,1% pour les logements et +15,7% pour le BTP. Une croissance qui s'explique, d'une part, par l'accélération des chantiers publics depuis 2020 mais également par la reprise dans la construction de logements portée par les incitations fiscales liées au super bonus. Après des débuts timides, le dispositif mis en place pour accélérer la transition énergétique des bâtiments jouit d'un fort attrait depuis l'été. Les dernières données de l'ANCE montrent en effet que le nombre d'interventions liées au super bonus a atteint 5,7 milliards d'euros en août, soit une accélération de plus de 4% qui s'explique notamment par l'entrée en vigueur du décret simplification. Pour ce qui est des travaux publics, la tendance à la hausse devrait se poursuivre. Comme en 2020, même si le nombre d'appels d'offres liés à des projets publics est en baisse, le montant d'investissement public est en

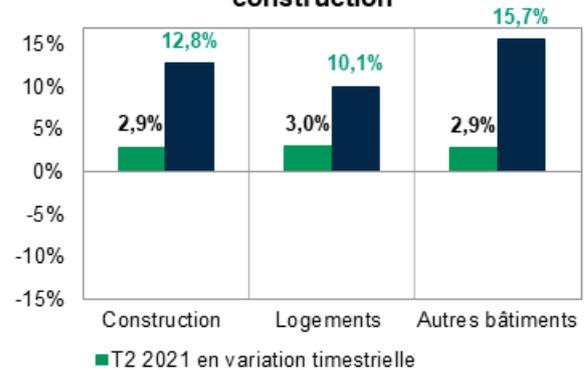
hausse avec une augmentation des montants de 2,9% au cours des sept premiers mois de 2021 par rapport à la même période en 2020. Des données qui ne prennent pas en compte les investissements hors appels d'offres qui augmentent depuis l'entrée en vigueur du décret de simplification.

**Indice de la construction par rapport à jan fev 2020**



Source : Crédit Agricole S.A.

**Evolution de l'investissement en construction**



Source : Istat, Crédit Agricole S.A.

**Notre opinion** – Les investissements publics compris dans le plan de relance devraient donner davantage de poids à la construction dans le processus de reprise. Une reprise qui semble déjà fragilisée par la hausse de prix des intrants et les problèmes d'approvisionnement en matière première qui pénalisent les chantiers et limitent dans le même temps la portée du bonus fiscal. A ces goulots d'étranglement s'ajoute la problématique liée à la main-d'œuvre. L'emploi dans la construction s'est montré très dynamique mais les entreprises rencontrent de plus en plus de difficultés à recruter de la main-d'œuvre qualifiée et non qualifiée pour répondre à la demande croissante. Des pénuries qui comme en juillet ralentiraient temporairement la croissance du secteur sans pour autant ternir les perspectives mais laissent entière la question de sa capacité à faire face aux réels enjeux.

## Pays émergents

### Moyen-Orient et Afrique du Nord

#### Émirats Arabes Unis : une reprise assez poussive en 2021, mais plus vigoureuse en 2022

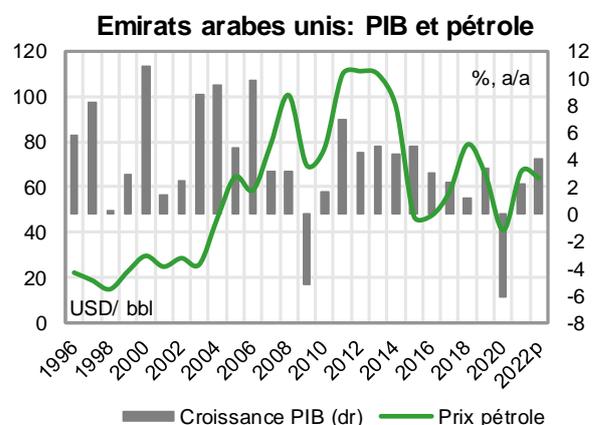
Après un premier semestre un peu plus mitigé qu'envisagé il y a quelques mois, la croissance du PIB ne devrait finalement pas dépasser les 2,2% cette année, la Banque centrale estimant même que celle-ci n'atteindrait que 2,1%, principalement tirée par le PIB hors pétrole (+3,8%). Cette légère contre-performance est attribuable pour l'essentiel à la persistance de la pandémie mondiale qui continue d'affecter les secteurs très sensibles du tourisme et du transport aérien. Concernant le PIB pétrolier, sa croissance reste par ailleurs contrainte par des volumes de production de pétrole toujours plafonnés par l'accord OPEP+ en début 2021. Le redressement des prix est lui assez vigoureux à 67 USD le baril en moyenne depuis début 2021, un chiffre qui devrait se confirmer sur l'ensemble de l'année. Malgré tout, la Banque centrale prévoit une contraction du PIB pétrolier de 2% sur l'ensemble de l'année 2021.

Pour ce qui est de la situation sanitaire dans les Émirats, une campagne de vaccination très volontariste a permis au pays d'avoir l'un des taux de personnes vaccinées parmi les plus élevés au monde. Le nombre de cas de coronavirus comptabilisés a chuté à 3 500 par semaine, l'un des plus faibles taux de contamination actuel du Moyen-Orient et d'Afrique du Nord après l'Arabie saoudite. Le pays compte, par ailleurs, sur le redressement de l'industrie touristique et vient d'autoriser les personnes vaccinées à entrer sur son territoire, un élément essentiel à la réussite de l'exposition universelle de Dubaï qui débute le mois prochain pour six mois. Les statistiques sont bien orientées et le taux d'occupation moyen des hôtels est de 62%, en hausse de 5% par rapport à 2020.

D'un point de vue sectoriel, les indices boursiers et immobiliers ont retrouvé en septembre leur niveau

d'avant-crise, et ceci va de pair avec la confiance des entreprises du secteur non pétrolier qui reste bien orienté à environ 55 points, soit 10% au-dessus du niveau d'expansion économique.

Toutefois, le taux d'ouverture très élevé de l'économie des Émirats reste un facteur de fragilité en période de crise mondiale (cf. graphique), compte tenu en 2020 des secteurs frappés par la crise du coronavirus, notamment les transports et le tourisme qui représentent une forte part du PIB et de l'activité.



De leur côté, les prix à la consommation restent orientés à la baisse (-0,9% sur les huit premiers mois), tant dans l'immobilier que pour les produits de consommation courante. Cette déflation devrait toutefois se renverser au deuxième semestre et l'année devrait terminer sur une inflation de 0,2%. La prévision d'inflation pour les Émirats n'a cessé d'être revue à la baisse en 2021 et ceci est cohérent avec une phase de reprise de la croissance et de sortie de récession plus lente qu'attendu il y a quelques mois.

**✓ Notre opinion** – En fonction des probables améliorations de la situation sanitaire mondiale, le redressement économique devrait être plus vigoureux au cours de l'année 2022. La Banque centrale table sur une croissance du PIB de 4,2%, améliorée par un effet de base décalé de plusieurs mois compte tenu de l'année 2021 encore sous contrainte. Avec des prévisions de prix du baril à 63 USD/bbl pour l'année et des volumes en hausse, le PIB pétrolier devrait donc sortir de la récession en 2022 et non plus en 2021 comme envisagé il y a quelques mois. Ce sera un élément clé de la poursuite du redressement. Une reprise plus forte de l'activité en 2022 devrait contribuer à redresser les déséquilibres macroéconomiques nés de la crise, et notamment le déficit budgétaire.

## Europe centrale et orientale, Asie centrale

### Pologne et Hongrie : le plan de relance de la discorde

L'histoire du plan de relance européen aura été très fortement marquée par la Pologne et la Hongrie ! Tout d'abord, au moment du vote par les pays membres du plan budgétaire, dont l'Europe voulait se doter pour relancer les économies européennes après la crise économique et sanitaire de 2020, dans une perspective de réalisation de la transition énergétique. Les ambitions européennes et l'urgence de la mise en œuvre de ce plan se sont heurtées au blocage politique polonais et hongrois qui ont sensiblement retardé le processus.

Au cœur des disputes, la mise en place d'un mécanisme de respect de l'État de droit qui allait conditionner le déblocage des fonds. Ce mécanisme avait été spécialement préparé pour freiner les dérives institutionnelles venant de ces deux pays.

Après le douloureux vote du budget, l'UE se retrouve au cœur du problème. La Pologne et la Hongrie ont déposé leurs plans de relance nationaux, en juin 2021, conformément aux échéances imposés, mais la Commission a retardé leur validation au 30 septembre.

Si la Pologne et la Hongrie posent de sérieux problèmes à l'UE, c'est en raison d'importantes dérives des systèmes judiciaires affectant progressivement l'indépendance des institutions et donc le fonctionnement correct de la démocratie. Malgré de nombreux efforts diplomatiques et judiciaires et faute d'outils d'intervention, l'introduction du mécanisme de respect de l'État de droit au cœur du budget de relance s'avère être quasiment le seul moyen de pression concret et efficace que Bruxelles puisse exercer à l'encontre des deux gouvernements. Pression qui peut également déclencher une rupture notamment dans la perception de l'opinion publique. La bataille juridique aura un volet très sensible de communication qui ne sera pas forcément à l'avantage de l'UE.

Cette campagne de décrédibilisation des institutions européennes, les gouvernements polonais et hongrois l'ont déjà commencé depuis longtemps avec notamment une orientation assez malicieuse des thèmes de désaccord. Les débats publics dans les deux pays ne portent pas sur la nomination des juges ou sur le niveau de corruption, mais plutôt sur les droits des LGBT ou les politiques migratoires : des questions de société assez clivantes, y compris dans les pays plus développés avec une culture d'ouverture plus consolidée dans le temps. Une stratégie qui permet aux gouvernements de déplacer l'attention sur des terrains plus émotionnels et

moins consensuels sur lesquels les machines médiatiques du pouvoir peuvent surfer à leur guise.

À ce jeu-là, Bruxelles s'est engouffrée en suspendant les versements des aides aux régions qui se veulent « LGBT free », exposant ainsi l'ensemble des efforts de protection de l'État de droit de la part de l'UE à une forme de « réduction aux questions LGBT » en termes de communication publique.

Cette stratégie, volontairement poussée par les gouvernements locaux, pourrait coûter cher à la crédibilité de l'UE et déplacer l'attention ; alors que les travaux de l'UE portent sur un ensemble de thématiques, notamment d'indépendance des institutions, de liberté des médias, de protection des minorités plus globalement. Néanmoins, elle marque la volonté de Bruxelles de freiner les ambitions autoritaires des gouvernements d'Europe centrale.

Si l'UE arrive à tenir une position ferme en appliquant son mécanisme de protection de l'État de droit, les enjeux financiers pourraient bien faire changer les politiques hongroise et polonaise.

Les besoins de financement sont très importants, et particulièrement pour la réussite de la transition énergétique dont les deux pays ont grandement besoin. La pression des milieux d'affaires et le tarissement des investissements finiraient par affaiblir les positions des deux dirigeants charismatiques, Kaczynski en Pologne et Orban en Hongrie, voire même retourner l'opinion publique.

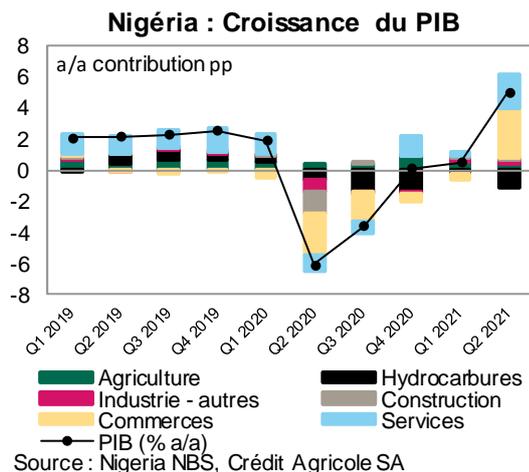
Si l'UE échoue à s'imposer justement au moment où elle s'est dotée d'un arsenal juridique plus robuste, il sera quasiment impossible de fléchir la tendance autoritaire des pays d'Europe centrale. Pire encore, les fonds européens pourraient contribuer au renforcement des dérives autoritaires ce qui serait un comble pour l'UE.

	% du total	Mds €	engagements 2021-2022	engagements 2023
Pologne	7,4	23,1	18,9	4,1
Roumanie	4,4	13,8	9,5	4,3
Tchéquie	2,2	6,7	3,3	3,4
Hongrie	2,0	6,3	4,3	1,9
Bulgarie	1,9	6,0	4,3	1,7
Croatie	1,9	6,0	4,3	1,6
Slovaquie	1,9	5,8	4,3	1,5
Lituanie	0,8	2,4	2,0	0,5
Lettonie	0,6	1,9	1,5	0,3
Slovénie	0,5	1,6	1,2	0,4
Estonie	0,3	1,0	0,7	0,3

## Afrique sub-saharienne

### Nigéria : une reprise lente et des tensions monétaires qui persistent

Le PIB du Nigéria, première économie d'Afrique sub-saharienne, a progressé de 5,01% en rythme annuel au deuxième trimestre, après 0,51% au T1. Ce chiffre en glissement annuel reflète principalement le fort effet de base du T2 2020, lorsque l'activité s'était contractée de 6,1% a/a, au déclenchement de la crise sanitaire. La dynamique est néanmoins bien à une reprise modeste dans le pays, et le PIB progresse de 2,7% depuis le début de l'année.



L'activité au Nigéria bénéficie sans surprise de la levée des restrictions sanitaires, et les secteurs des services et des ventes (au détail et de gros) représentent l'essentiel de la contribution à la croissance au deuxième trimestre. Le secteur pétrolier a en revanche une contribution négative au deuxième trimestre, et se contracte de 12,65% sur un an au T2, après -2,21% au trimestre précédent. Les indices PMI manufacturier et non-manufacturier se redressent progressivement, mais demeurent sous la barre des 50 (marquant la frontière entre contraction et expansion), à 46,9 en août, soulignant le caractère limité de cette reprise.

Les prix alimentaires, principal facteur de la forte inflation observée dans le pays depuis l'année dernière, ont poursuivi leur modération en rythme annuel du fait d'effets de base. Par conséquent, la hausse des prix sur un an décroît légèrement pour le cinquième mois consécutif en août, à 17,01%. La

banque centrale a donc la semaine dernière maintenu son taux directeur inchangé, à 11,5%, pour tenter de soutenir cette lente reprise. L'autorité monétaire continue par ailleurs de lutter pour endiguer la chute de la monnaie nationale sur les marchés parallèles.

Alors que le naira a déjà subi trois dévaluations depuis mars 2020, la mise sous pression des réserves de change du pays (le pétrole représente 80% des recettes d'exportation du pays) et la réduction de l'offre de devises en interne ont poussé de nombreux nigériens vers les marchés non-officiels des changes, sur lesquels la monnaie locale s'échange à des cours bien inférieurs au taux de change officiel. Mi-septembre, la monnaie nigérienne a atteint un point bas sur les marchés parallèles, à 570 pour un dollar, contre 411 pour un dollar au taux de change officiel, jugé surévalué. La décision fin juillet de la Banque centrale du Nigéria (CBN) d'arrêter de vendre des devises aux bureaux de change a amplifié la tension. Les autorités monétaires ont également accentué leurs attaques contre certains acteurs du marché parallèle. La principale plateforme en ligne qui publiait des données de référence sur les cours officiels du naira sur ces marchés a suspendu la semaine dernière cette activité, après avoir été accusée par le gouverneur de la banque centrale de mener une activité « illégale » qui « vise à nuire à l'économie ». Après avoir chuté entre avril et juillet, les réserves de changes de CBN ont cependant amorcé une remontée. Par ailleurs, dans le cadre de l'allocation par le FMI de nouveaux droits de tirage spéciaux, la Banque centrale du Nigéria dispose depuis août de 3,3 Mds supplémentaires, disponibles pour défendre le taux de change et qui pourraient permettre à l'institution monétaire d'accroître son offre interne de devises.

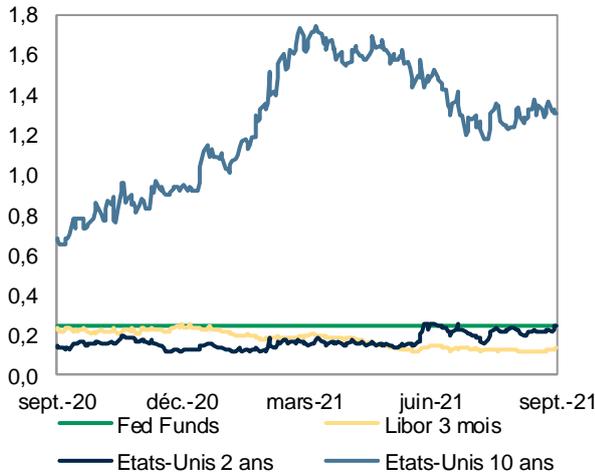
Alors que le PIB du pays a reculé de 1,9% en 2020 d'après le FMI, les prévisions anticipent un rebond modeste pour l'année 2021. La banque centrale a revu à la baisse la semaine dernière sa prévision de croissance, à 2,86% (contre 3,15% attendus en juillet dernier), proche de la prévision du FMI, à 2,5%.

**Notre opinion** – Ce rythme de reprise lent illustre la poursuite des difficultés antérieures à la crise pandémique pour le Nigéria, qui a connu depuis la récession de 2016 une croissance très faible, et surtout systématiquement inférieure au rythme de croissance de la population. Le PIB par tête a par conséquent chuté de près de 10% depuis 2015. L'ultra dépendance du gouvernement au secteur pétrolier (qui lui fournit la moitié de ses ressources) constitue la faiblesse principale d'un État qui peine à diversifier significativement ses sources de revenus. La récente Petroleum Industry Bill, adoptée après deux décennies de gestation, prévoit bien la fin des subventions au pétrole et sa vente à la pompe au prix du marché. Néanmoins, l'arrêt de cette politique extrêmement coûteuse pour les finances publiques apparaît peu probable, alors que les élections se tiendront en février 2023 dans le pays, et que les défis sociaux et sécuritaires continuent de fragiliser le pays.

## Tendances à suivre

### Taux d'intérêt en dollar américain

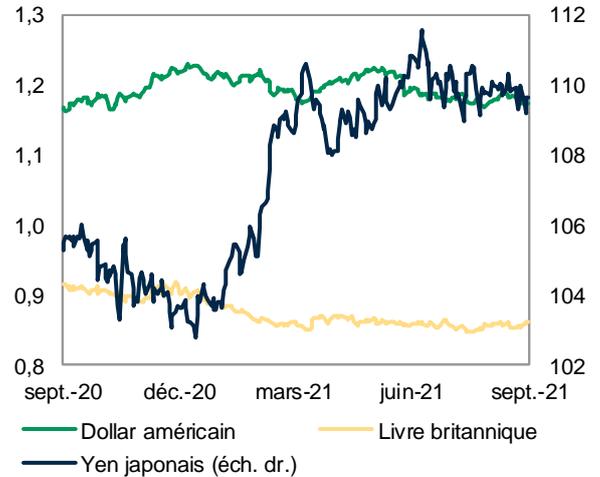
%, interbancaire (Londres) et souverains (Etats-Unis)



Source : Thomson Reuters

### Taux de change des principales devises

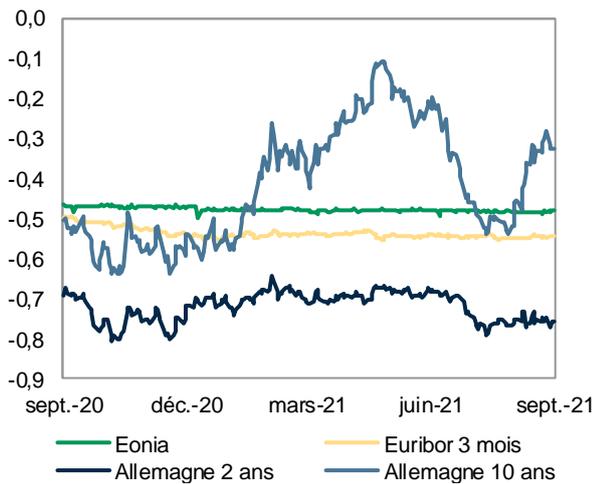
EUR/USD, EUR/GBP et USD/JPY



Source : Thomson Reuters

### Taux d'intérêt en euro

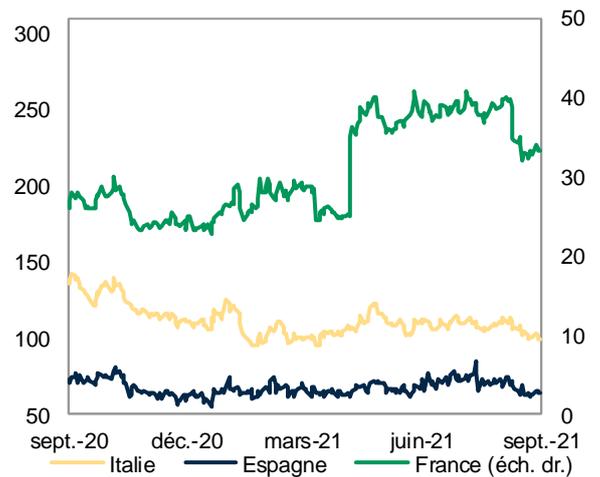
%, interbancaires (Londres) et souverains (Allemagne)



Source : Thomson Reuters

### Spreads souverains européens avec le Bund

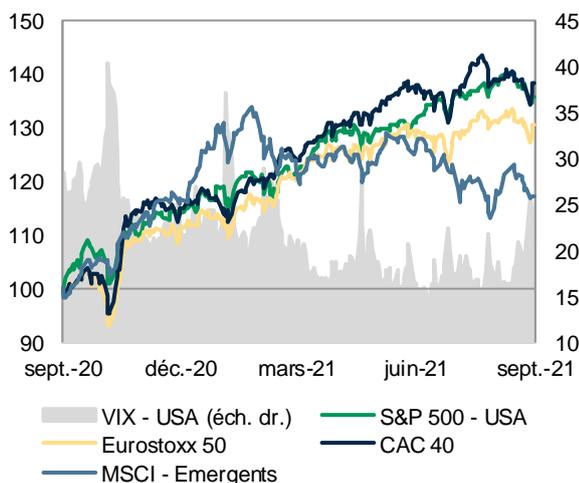
Pdb, dette en EUR à dix ans



Source : Thomson Reuters

### Marché actions

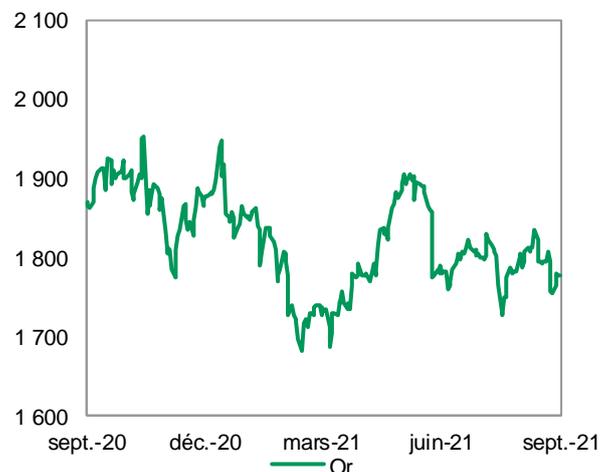
Indice boursiers (100 = début de période) et volatilité VIX



Source : Thomson Reuters

### Cours de l'once d'or

USD/Once troy (Londres)



Source : Thomson Reuters

### Spreads souverains émergents avec le T-Bond

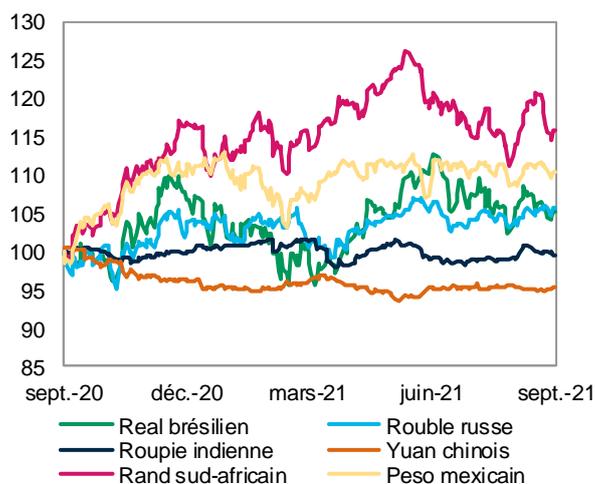
Indices EMBI+ (pdb, dette en USD de plus d'un an)



Source : JP Morgan

### Devises émergentes

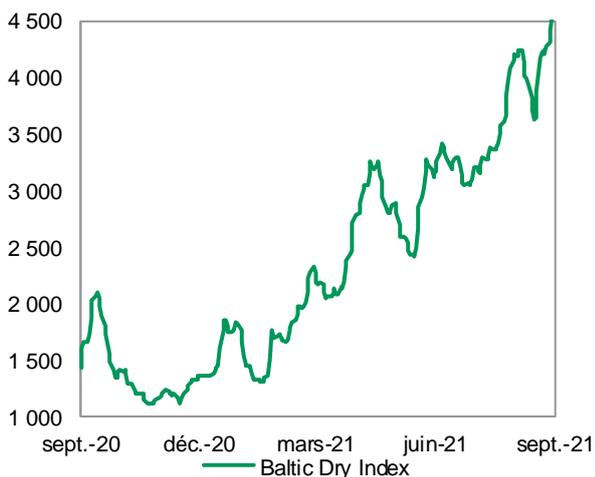
/USD (indice 100 = début de période)



Source : Thomson Reuters

### Coût du transport maritime de vrac sec

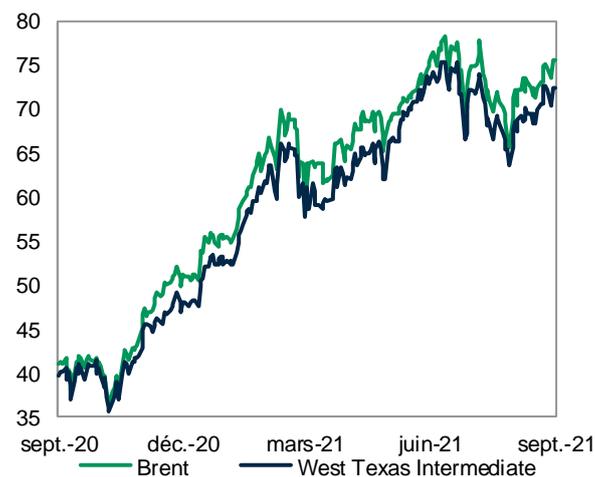
Baltic Dry Index (USD/point)



Source : Baltic Exchange

### Cours du baril de pétrole brut en USD

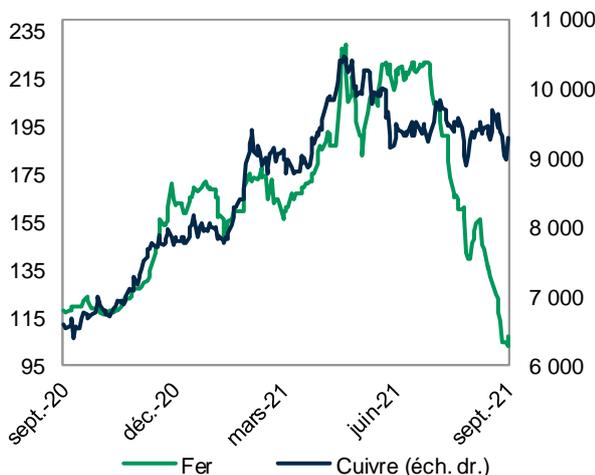
Brent (mer du Nord) et WTI (golfe du Mexique)



Source : Thomson Reuters

### Cours des métaux

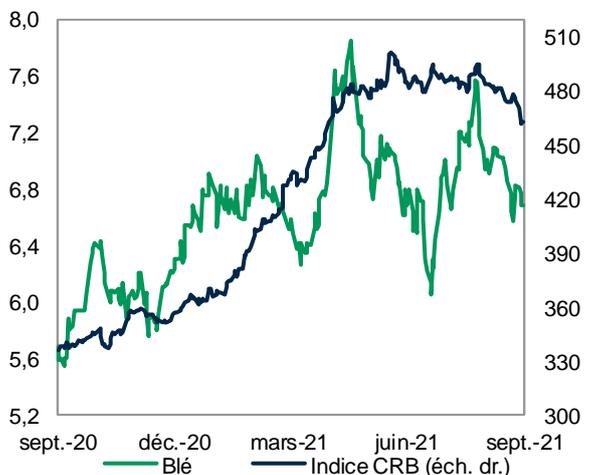
USD/tonne métrique



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 2021-2022 – 2 juillet 2021

[Des trajectoires tristement divergentes](#)

[Prévisions économiques & financières](#)

Date	Titre	Thème
23/09/2021	<a href="#">Russie – Résiliente et immobile</a>	Russie
23/09/2021	<a href="#">Chine – Doit-on s'inquiéter du ralentissement de la croissance ?</a>	Asie
21/09/2021	<a href="#">Avenir de l'Europe - L'union bancaire : stabiliser et solidifier les banques européennes</a>	Banques, Europe
21/09/2021	<a href="#">Zone euro – La production industrielle se redresse en juillet</a>	Zone euro
21/09/2021	<a href="#">Royaume-Uni – L'inflation atteint 3,2% en août et devrait grimper vers 4% au T4</a>	Royaume-Uni
17/09/2021	<a href="#">Monde – L'actualité de la semaine</a>	Monde
16/09/2021	<a href="#">L'innovation au service de l'élevage : concilier mieux-vivre des agriculteurs et bien-être animal</a>	Agriculture, agroalimentaire
16/09/2021	<a href="#">Allemagne – un renouveau politique post législatives ?</a>	Allemagne
15/09/2021	<a href="#">Inde – Un deuxième trimestre qui rassure</a>	Asie
15/09/2021	<a href="#">France – Immobilier résidentiel : un marché très dynamique en 2021</a>	France
14/09/2021	<a href="#">Royaume-Uni – Quasi-arrêt de la reprise en juillet, sur fond de pénurie de main-d'œuvre</a>	Royaume-Uni
10/09/2021	<a href="#">Monde – L'actualité de la semaine</a>	Monde
10/09/2021	<a href="#">Zone euro – Conjoncture flash : PIB au T2 2021</a>	Zone euro
10/09/2021	<a href="#">Espagne – Premiers pas vers une réforme des retraites</a>	Zone euro

### 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

**Géo-économie :** Tania SOLLOGOUB

**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 Études 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.*