Perspectives

Hebdomadaire – N°21/322 – 8 octobre 2021

MONDE – L'actualité de la semaine

- *Montagnes russes sur les marchés* 2
- *France : progression de la production industrielle en août, mais des difficultés sectorielles persistent* 3
- *Zone euro : le redémarrage de l'emploi soutient la consommation et l'investissement des ménages au T2, les entreprises commencent doucement à se désendetter* 3
- *Zone euro : les goulets d'étranglement pèsent davantage sur la production industrielle* 4
- *Zone euro : un difficile rattrapage des ventes au détail dans les pays du sud* 4
- *Espagne : nouvelle hausse des affiliations en septembre* 5
- *Inde : agitation sociale* 7
- *Libye : redressement économique confirmé, mais stabilisation politique toujours incertaine* 8
- *Moyen-Orient - Afrique du Nord : hausse du chômage en 2020 et baisse incertaine en 2021* 9
- *Ukraine : lente progression vers le niveau d'avant-crise* 9
- *Afrique sub-saharienne : une reprise un peu plus forte en 2021, mais toujours fragile à moyen terme* 11

☞ Montagnes russes sur les marchés

La flambée des prix de l'énergie, en particulier ceux du gaz (ils avaient bondi de près de 70% entre le début de la semaine et le pic atteint au cours de la journée de mercredi) a fortement perturbé les marchés cette semaine. L'offre finalement faite par la Russie, proposant d'augmenter son approvisionnement en gaz à destination de l'Europe, a permis d'atténuer les tensions. Mais si le prix du gaz est bien retombé suite aux déclarations de Vladimir Poutine, le cours du pétrole a poursuivi son inexorable ascension. Avec une hausse de plus de 4% sur la semaine, le cours du Brent atteint désormais un plus haut depuis octobre 2018, proche de 83 dollars le baril ce vendredi. Des rapports de presse publiés en fin de semaine, selon lesquels le gouvernement américain déclarait qu'il ne prévoyait pas de libérer du pétrole de ses réserves stratégiques, ont contribué à soutenir les cours. Les rendements des titres souverains américains (+11 points de base pour le taux dix ans sur la semaine à 1,57%) et les anticipations d'inflation ont augmenté. Dans ce contexte, la peur d'une éventuelle « stagflation » (terme utilisé de façon inappropriée quand la croissance notamment américaine approcherait en moyenne 6,1% en 2021 et 4% en 2022) demeure une source importante d'inquiétude pour les investisseurs. Le dollar américain profite de son statut de valeur refuge et de rendements américains relativement plus attractifs. L'euro par rapport au dollar est tombé à un plus bas depuis juillet 2020 à 1,16.

Le Congrès américain a livré une bonne nouvelle le 7 octobre dernier en adoptant une loi qui suspend le plafond de la dette jusqu'au 3 décembre. Celui-ci est augmenté de 480 milliards de dollars (le portant ainsi à 28 880 milliards de dollars). Cette mesure permettrait d'éviter un défaut de paiement des États-Unis et d'honorer ses dépenses jusqu'au 3 décembre, date à laquelle prend également fin le budget provisoire adopté le 30 septembre. Cela ne constitue évidemment qu'une solution temporaire. Les Démocrates vont sans doute devoir utiliser la procédure dite « de réconciliation » pour trouver une solution durable d'ici au 3 décembre. Ils s'y sont jusqu'à présent opposés en raison de la nature bipartisane de certaines dépenses que financerait cette dette et du délai trop long de la procédure.

Toujours aux États-Unis, l'indice ISM services a augmenté en septembre (à 61,9, après 61,7 en août) contre les anticipations d'une baisse. Il reste ainsi à un niveau très élevé, supérieur à 60 pour le septième mois consécutif. La demande et la production accélèrent, comme le suggèrent les composantes des nouvelles commandes et de l'*output* qui ont continué de progresser depuis des niveaux déjà élevés. Les tensions sur les livraisons ont légèrement baissé (68,8, contre 69,6), laissant espérer que les goulets d'étranglement ont probablement atteint un sommet. Plus tôt dans le mois, l'indice ISM manufacturier avait également fait preuve de résilience face aux contraintes d'offre, progressant à 61,1 en septembre, après 59,9 en août, de nouveau au-delà des anticipations du consensus.

Enfin, le rapport sur l'emploi américain publié vendredi a été mitigé, intensifiant le débat autour des anticipations d'un « *tapering* » par la Fed : la date d'annonce en novembre restait en effet suspendue à la publication d'un rapport favorable sur l'emploi. Les créations nettes d'emplois dans les secteurs non-agricoles n'ont été que de 194 000 au mois de septembre, à rapprocher d'anticipations de 500 000. Elles s'inscrivent donc en baisse après 366 000 emplois créés en août (chiffre révisé à la hausse depuis 235 000). La déception sur les chiffres des emplois a été atténuée par une bonne surprise sur le taux de chômage. Résultat d'une enquête séparée auprès des ménages, il baisse de 5,2% à 4,8%, mais cela reflète une légère baisse du taux de participation. La croissance des salaires a accéléré à 4,6% après 4% en août. En revanche, ce chiffre reste difficile à interpréter en raison des effets de base et de composition. Dans l'ensemble, le rapport sur l'emploi nous semble néanmoins « *décent* » et pourrait conduire la Fed à annoncer son « *tapering* » en novembre.

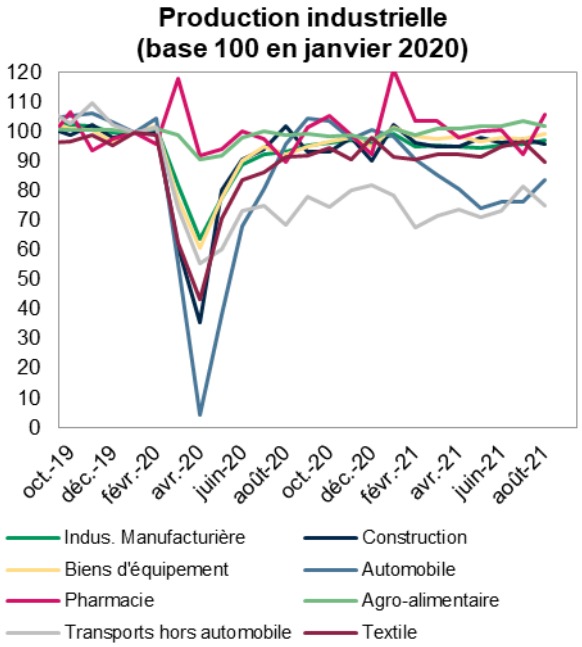
Zone euro

☞ France : progression de la production industrielle en août, mais des difficultés sectorielles persistent

Malgré une nouvelle hausse de 1,1% sur un mois de la production manufacturière en août (après +0,7% en juillet), les disparités sectorielles se confirment.

Alors que le secteur connaissait une progression régulière de son activité depuis plusieurs mois, la production de matériels de transport hors automobile (c'est-à-dire le secteur naval, mais surtout l'aéronautique) recule de 8,2% sur un mois. À l'inverse, la production automobile connaît une importante progression (+9,7% sur un mois), après une longue phase de déclin depuis le début de l'année.

Ces deux secteurs restent les plus éloignés de leurs niveaux d'activité d'avant-crise puisque la production automobile est encore 20% inférieure à celle de février 2019 et la production de matériels de transport hors automobile recule de 26,3% par rapport à cette même période. Les causes des troubles de ces secteurs sont cependant différentes. Le secteur aéronautique est pénalisé par la baisse plus durable des trajets internationaux qui, même s'ils commencent à se rétablir dans certaines régions comme en Europe, restent pénalisés par le manque de synchronisation des campagnes de vaccination et du maintien de restrictions sur les voyages au niveau mondial. À l'inverse, dans l'automobile, les contraintes proviennent surtout de l'offre. Malgré une demande forte, les pénuries d'approvisionnement en semi-conducteurs et l'allongement des délais d'approvisionnement en matières premières et biens intermédiaires limitent la production.



Sources : Insee, Crédit Agricole SA ECO

☑ **Notre opinion –** *Les tensions sur les chaînes de valeur mondiales font partie des principales zones d'ombre planant sur notre scénario économique. Nous envisageons une reprise soutenue de l'activité à partir du troisième trimestre et qui se poursuivrait en fin d'année et en 2022. Cependant, les tensions d'approvisionnement et une forte demande entraînent des pressions inflationnistes et limitent la reprise de la production dans certains secteurs comme l'automobile. Certaines entreprises devraient être également affectées par l'arrêt des mesures de soutien d'urgence et par les difficultés de recrutement. Nous détaillons d'ailleurs ces sujets dans notre scénario trimestriel paru cette semaine.*

☞ Zone euro : au 2e trimestre, le redémarrage de l'emploi soutient la consommation et l'investissement des ménages ; les entreprises commencent doucement à se désendetter

Accélération des rémunérations (1,6% variation trimestrielle T2/T1) due à la remontée de l'emploi et soutien en baisse des prestations sociales se soldent par une légère décélération du revenu disponible des ménages (1,3% T2/T1 après 2%). Après le rebond de la consommation, le taux d'épargne s'inscrit en baisse (19% après 21,5% du revenu disponible brut, RDB) et s'éloigne encore un peu du pic du printemps 2020 (25%), tout en demeurant élevé. L'investissement des ménages, très dynamique, pousse à la hausse le taux d'investissement (9,4% du RDB) et réduit la capacité de financement des ménages. Le dynamisme de l'investissement logement s'accompagne d'une accélération des flux de crédit aux ménages (4% sur un an après 3,4%) qui augmente légèrement leur dette. Celle-ci demeure modeste (61,2%) et ne s'accroît que de 1 point de PIB sur un an. La richesse nette des ménages ne cesse d'augmenter, poussée par une accélération de la richesse immobilière.

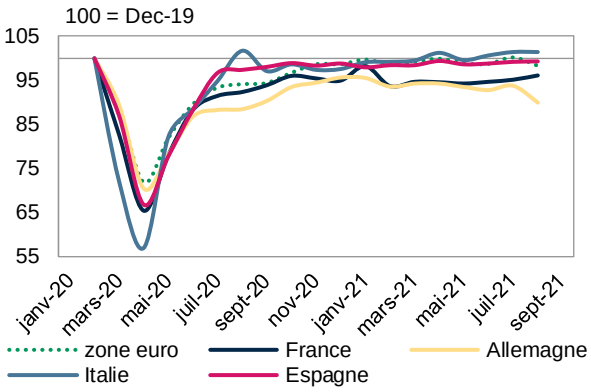
Le taux de marge des entreprises affiche une première baisse depuis un an : le rebond de la valeur ajoutée est moins soutenu que celui des rémunérations des travailleurs. Le taux de marge reste néanmoins élevé (à 41,2%), grâce au soutien des mesures exceptionnelles auxquelles se substituent progressivement les recettes d'une activité qui redémarrent et se normalisent. L'investissement des sociétés non financières s'inscrit aussi en légère baisse pour la première fois depuis un an, permettant une remontée de la capacité de financement. Cela se traduit par le ralentissement des flux de crédit aux sociétés financières (2,2% sur un an) et de leur financement par le marché de la dette. Les prêts interentreprises augmentent fortement : ce résultat est sûrement dû redémarrage de l'activité, sans que l'on ne puisse déjà en déduire une hausse des délais de paiement. Le taux d'endettement des entreprises s'inscrit en légère baisse à 81,7% du PIB.

☑ **Notre opinion –** *En dépit du rebond de la consommation, le taux d'épargne reste donc élevé dans la zone euro et constitue un important potentiel de dépense pour les prochains trimestres. La situation financière des ménages demeure solide et l'investissement logement continue d'être un moteur puissant d'accumulation de capital au moment où l'investissement des entreprises devient moins dynamique. Les premiers signes de désendettement ne devraient néanmoins pas remettre en cause le maintien d'un rythme dynamique d'investissement au cours des prochains trimestres : les contraintes de liquidité sont limitées et la présence des prêts garantis par les États permet d'étaler dans le temps la réduction de la dette.*

☞ Zone euro : les goulets d'étranglement pèsent davantage sur la production industrielle

La production industrielle en zone euro semble s'infléchir au mois d'août au regard des chiffres nationaux dévoilés dans les différents pays. L'Allemagne accuse, en effet, un recul marqué et inattendu de 4,1% sur le mois, soit sa plus forte baisse depuis avril 2020. Ce coup d'arrêt provient essentiellement de la production de biens d'équipement (-7,8% sur le mois) et, dans une moindre mesure, du repli de la production de biens de consommation (-2,6%) et intermédiaires (-2,4%). La production de voitures et de pièces détachées a chuté de 17,5% sur le mois. L'industrie automobile souffre de difficultés d'approvisionnement croissantes en puces électroniques et divers produits intermédiaires qui pénalisent l'activité du secteur. A contrario, la France et l'Espagne enregistrent une légère amélioration de leur production industrielle, avec des croissances respectives +1% et +0,1% sur le mois. Au regard de ces résultats, la production industrielle de la zone euro dans son ensemble pourrait ainsi reculer de près de 1,9% au cours du mois d'août et retrouver à un niveau inférieur à celui pré-crise.

UEM : production industrielle



Sources: Eurostat, Crédit Agricole S.A.

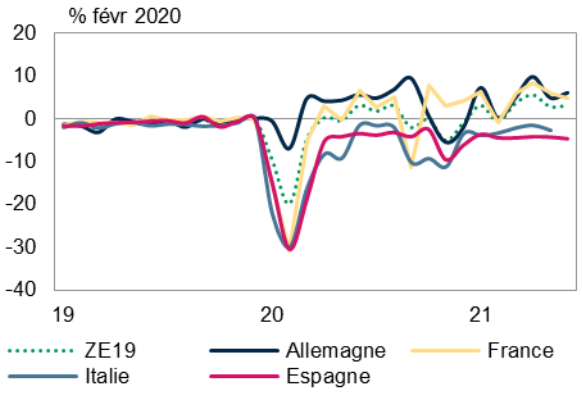
☑ **Notre opinion –** *La production industrielle en zone euro marque donc un coup d'arrêt inattendu au mois d'août en raison des goulets d'étranglement pesant plus lourdement sur l'ensemble du secteur industriel, et plus particulièrement l'automobile. Les grands constructeurs peinent, en effet, à satisfaire une demande robuste* post-*pandémie, alors que les chaînes d'approvisionnement sont à saturation et tirent les prix des intrants à la hausse. Ces tensions risquent de perdurer. Elles soulignent par ailleurs la forte dépendance de la zone à ses fournisseurs asiatiques.*

☞ Zone euro : un difficile rattrapage des ventes au détail dans les pays du sud

Le volume des ventes au détail en zone euro a augmenté de 0,3% sur un mois en août, après une chute de 2,6% le mois précédent. Cette légère amélioration résulte des ventes de biens non-alimentaires qui progressent de 1,8% sur le mois, tandis que les ventes de biens alimentaires reculent de 1,7% et celles de carburants de 0,1%. Comparativement à août 2020, les ventes au détail sont cependant restées stables. La ventilation par pays signale un léger redressement des ventes au détail en Allemagne (+1,2% sur un an), mais un recul en France (-1,2%) et en Espagne (-0,4%).

Comparativement à février 2020, dernier mois avant l'avènement de l'épidémie, les ventes au détail de la zone euro ressortent supérieures de 3% à leur niveau d'avant-crise. L'Allemagne et la France tirent leur épingle du jeu, avec respectivement des ventes au détail au-dessus de 6% et 4,8% par rapport à leur niveau pré-crise. L'Espagne et l'Italie sont en revanche à la traîne avec des niveaux inférieurs de 4,7% et 2,8% à leur niveau d'avant-crise.

UEM : ventes au détail (en volume)



Sources : Eurostat, Crédit Agricole S.A.

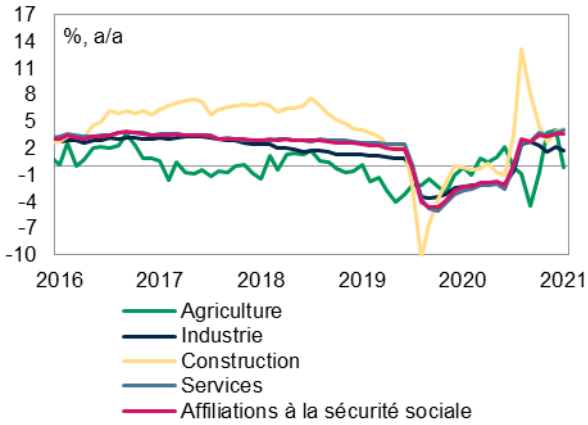
☑ **Notre opinion –** *Les ventes au détail de la zone euro poursuivent leur lent redressement depuis la crise. Toutefois, les disparités entre les pays perdurent avec en chef de file l'Allemagne et la France, bien avancés dans leur rétablissement des ventes, tandis que l'Espagne et l'Italie peinent à retrouver leur niveau d'avant-crise. Cette évolution confirme néanmoins un sursaut de la consommation de la zone attendu au T3. Pour l'heure, les tensions inflationnistes ne se retrouvent pas nettement dans les comportements de consommation, mais pourraient faire peser un risque baissier au T4 en cas de prolongation.*

☞ Espagne : nouvelle hausse des affiliations en septembre

Le nombre d'affiliés à la Sécurité sociale est passé à 19 531 111 en septembre, soit une augmentation de 57 387 bien supérieure à la normale. Le nombre de travailleurs en ERTE à la fin du mois était de 239 230 et le nombre d'indépendants indemnisés s'élevait à 226 000. Avec ces chiffres, l'affiliation retrouve son niveau d'avant-crise en termes bruts. Mais en termes effectifs et corrigés des variations saisonnières, c'est-à-dire en excluant les travailleurs d'ERTE et les indépendants indemnisés, un déficit de 415 000 emplois persiste, encore plus important si l'on ne prend en compte que l'emploi privé.

Tous les secteurs ont présenté une performance positive. Dans le secteur de l'hôtellerie, la baisse de l'affiliation a été beaucoup plus faible que d'habitude en septembre, ce qui – avec la réintégration des travailleurs d'ERTE – signifie une augmentation de l'emploi effectif corrigé des variations saisonnières de quelque 36 000.

Affiliations à la sécurité sociale



Sources : Securité Sociale, Crédit Agricole S.A.

Le nombre de travailleurs concernés par un ERTE en fin de mois a baissé de 17 924, en ligne avec la baisse du mois d'août, mais bien en deçà des baisses enregistrées les mois précédents, ce qui montre la difficulté croissante à réduire ce dispositif

de chômage partiel. De même, le nombre d'indépendants bénéficiant d'exonérations a stagné au cours des quatre derniers mois à environ 220 000. Sur l'ensemble du troisième trimestre de l'année, le nombre d'affiliés a augmenté de 1,9%, et en termes d'emploi effectif, l'augmentation a été de 4%. Dans le secteur de l'hôtellerie, la hausse trimestrielle de l'emploi effectif a été de 34%, toujours inférieur de 244 000 à celui d'avant la pandémie.

Le nombre de chômeurs inscrits a présenté la meilleure performance sur un mois de septembre de toute la série historique, avec une baisse de 76 113, ce qui équivaut en termes corrigés des variations saisonnières à une baisse de 109 000.

☑ **Notre opinion –** *Bien que la photographie fournie par ces données soit encore loin de refléter un marché du travail ayant retrouvé sa situation d'avant la crise, la croissance vigoureuse de l'affiliation à la Sécurité sociale ces derniers mois est un fait, résultat du dégel d'une économie sortie d'une hibernation forcée et qui regagne du terrain perdu. Comme l'a reconnu le secrétaire d'État à la Sécurité sociale, Israel Arroyo, le retour au travail des travailleurs en ERTE « se fait déjà au compte-gouttes », ce qui indique que le marché se rapproche du point où sont visibles les emplois définitivement détruits par de la crise. Ce sont des emplois qui ne seront pas récupérés pour de nombreuses raisons différentes : faible demande, changements dans les habitudes de consommation, modification de l'organisation des entreprises. L'Espagne continue d'avoir 3,3 millions de chômeurs et un taux de chômage des jeunes deux fois supérieur à la moyenne de l'OCDE.*

Pays émergents

Asie

☞ Inde : agitation sociale

Alors que l'Inde porte encore largement les stigmates de la crise du Covid-19, le pays est de surcroît secoué par des mouvements sociaux de plus en plus réprimés par les autorités.

Activité : reprise sur fond de tensions inflationnistes

Sur le plan de l'activité d'abord, les signaux sont encore mitigés. La vague épidémique du deuxième trimestre a certes été moins destructrice que celle du T2 2020, mais a tout de même une nouvelle fois affecté la production industrielle qui a nettement ralenti. Les derniers chiffres disponibles indiquent que la reprise a été un peu plus marquée en juillet, mais que le niveau de production sur les sept premiers mois de l'année reste encore inférieur à celui de 2019.

À court terme, l'Inde risque surtout d'être pénalisée par la flambée du prix des matières énergétiques. Très dépendante du pétrole (25% des importations totales), la hausse des prix pourrait à la fois déséquilibrer une balance commerciale qui, sans jamais être excédentaire, avait vu son solde s'améliorer durant la crise, mais aussi alimenter l'inflation, qui s'est stabilisée autour de 5,5% ce dernier trimestre.

De quoi également compliquer les affaires de la RBI, qui maintient son taux directeur à 4% depuis mai 2020 et ne laisse transparaître aucune volonté de consolidation monétaire dans ses minutes avant le second semestre 2022. L'accélération de l'inflation liée à la hausse des prix énergétiques, même si elle n'atteint pas tout de suite sa composante sous-jacente, pourrait contraindre la RBI à revoir son calendrier, surtout si le reste du monde émergent s'engage dans une remontée des taux, ce qui semble être le cas.

La maîtrise de l'inflation et des prix énergétiques est un sujet d'autant plus sensible qu'il sert souvent de terreau au mécontentement social. Or, l'Inde est déjà traversée par des mouvements sociaux profonds, liés au conflit opposant agriculteurs et État.

La révolte paysanne se politise

Alors que la révolte paysanne dure depuis plus d'un an, sans qu'aucune issue ne semble pour l'instant apparaître, les événements ont pris une tournure dramatique le week-end dernier, avec la mort de neuf personnes, dont quatre agriculteurs, lors d'une manifestation en marge de la visite du ministre des Affaires intérieures dans l'Uttar Pradesh.

Dans cet État très nationaliste, dirigé par un moine hindou, la réaction ne s'est pas fait attendre : rassemblements interdits, Internet coupé, fermeture des axes routiers principaux et arrestation des membres de l'opposition qui souhaitaient venir témoigner leur soutien aux agriculteurs.

Si les paysans demandent toujours le retrait des lois adoptées en septembre 2020, qui visent à libéraliser les marchés agricoles en supprimant le système de prix garantis par l'État, le mouvement a pris une tournure plus politique depuis quelques semaines.

Alors que les partis d'opposition (et notamment le Parti du Congrès) avaient jusqu'à présent échoué à politiser le mouvement, le ton a changé lors des derniers rassemblements. Dans l'Uttar Pradesh par exemple, où la fille de Rajiv Gandhi (ancien Premier ministre) et petite-fille d'Indira Gandhi (seule femme à avoir été Première ministre en Inde) est candidate aux élections régionales pour le Parti du Congrès, les meneurs des manifestations ont clairement affiché leur soutien et appelé à battre le parti au pouvoir (le BJP, parti de Narendra Modi).

Cela explique sans doute en partie la crispation des autorités en place, qui connaissent l'importance capitale du monde rural en Inde, où le secteur agricole est la source d'emplois de plus d'un habitant sur deux, mais assure les revenus principaux de près de 70% de la population.

Avec ses 200 millions d'habitants, l'Uttar Pradesh, État le plus peuplé d'Inde, est une terre politiquement sensible : largement gagné par le BJP lors des élections de 2017, l'État est aussi un des plus répressifs envers les musulmans, un autre sujet explosif. Il n'est donc pas étonnant de voir les positions se radicaliser sur ces deux sujets socialement explosifs (révoltes paysannes et accélération de la traque des musulmans dans le pays), surtout en période de crise économique. Les élections régionales de février 2022 seront donc un bon test de popularité pour Narendra Modi, qui reste marqué par une cuisante défaite au Bengale-Occidental en mai 2021, malgré des moyens colossaux engagés pour reprendre cet État et de nombreux meetings, en pleine flambée épidémique. La perte de l'Uttar Pradesh serait un symbole encore plus fort et de mauvaise augure pour les élections législatives de 2024.

☑ **Notre opinion –** *L'accentuation de la répression va de pair avec la politisation du mouvement, qui ne fait pas les affaires d'un Modi déjà fragilisé par une crise économique très profonde, ayant considérablement affecté le tissu social, notamment* via *des destructions d'emplois. Et ce d'autant plus que ce chapitre n'est pas encore refermé, puisque seuls 18% de la population indienne sont totalement vaccinés (48% ont reçu une première dose), ce qui laisse le risque qu'une nouvelle flambée épidémique ralentisse de nouveau la reprise.*

Moyen-Orient et Afrique du Nord

☞ Libye : redressement économique confirmé, mais stabilisation politique toujours incertaine

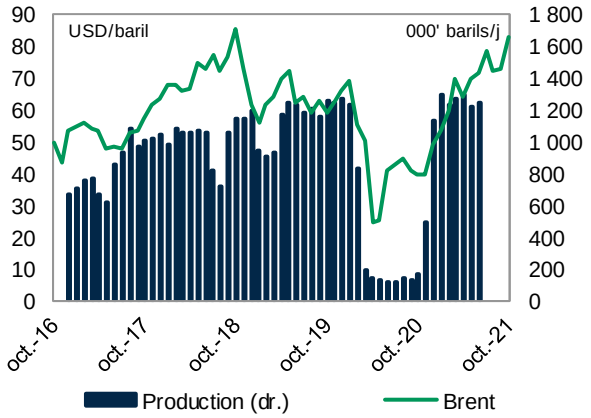
Le redressement de la production de pétrole à son niveau d'avant la crise de 2020 semble bien assuré pour cette année en Libye. La production est actuellement de 1,3 million de barils par jour en moyenne depuis janvier. Cela va contribuer à redresser à la fois l'activité et les comptes externe et public du pays. Par ailleurs, les exportations bénéficient d'une conjoncture favorable avec un prix du baril à 69 dollars en moyenne depuis le début de l'année.

Après une année 2020 marquée par la pandémie, mais surtout par des conflits armés qui ont pris fin il y a un an, la croissance du PIB devrait donc se redresser fortement après la récession estimée entre 25% et 60% l'année dernière, selon les analystes. À ce stade, l'ampleur du redressement est encore très incertaine en raison de la séparation du pays en deux entités, ce qui a détruit l'appareil statistique. Mais le FMI, la Banque mondiale et certains analystes estiment que le PIB pourrait se redresser entre 60% et 113% cette année.

Les excédents courants pourraient s'établir à 40% du PIB, favorisés par la dévaluation du dinar libyen de 70% en début d'année, un mouvement monétaire qui va fortement contraindre les importations de biens. Cela devrait aussi permettre une amélioration du stock de réserves en devises qui était passé de 77 à 74 milliards de dollars entre l'été et fin 2020. Le solde budgétaire devrait, lui aussi, repasser en territoire positif ce qui devrait assurer une stabilisation, voire une diminution de la dette publique. Son montant est difficile à évaluer, compte tenu des passifs de la partie est du pays qui devraient être consolidés lors de la réunification des deux entités publiques.

Le processus de rapprochement entre Tripolitaine et Cyrénaïque, même s'il a commencé, reste suspendu à la tenue d'élections avant la fin de l'année 2021.

Libye : prix du pétrole et production



Sources : ICIS Pricing, EIA, Crédit Agricole SA

☑ **Notre opinion –** *La loi qui encadre la tenue des élections législatives prévues le 24 décembre prochain a été approuvée par le Parlement de Tobrouk (Cyrénaïque). Mais le Haut conseil d'État (Sénat) qui, lui, siège à Tripoli a rejeté ce texte, ainsi que celui sur l'élection présidentielle. Ce blocage institutionnel augure mal de la tenue de ces élections, alors que la campagne électorale n'a pas encore débuté.*

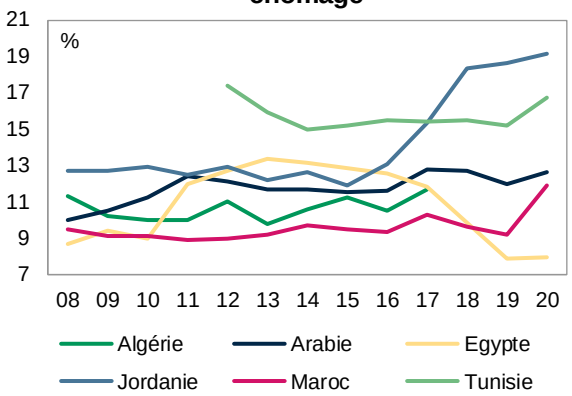
Le processus de réconciliation nationale entre l'est et l'ouest du pays avait été fortement soutenu par l'ONU, mais des signes de nouvelles tensions apparaissent. Par ailleurs, les nombreuses milices armées étrangères qui gangrènent le pays n'ont toujours pas été désarmées et sont toujours présentes sur le territoire. Leur départ a toujours été considéré comme un préalable indispensable à la tenue d'élections dans un climat apaisé. Ce n'est pas encore le cas actuellement.

☞ Moyen-Orient - Afrique du Nord : hausse du chômage en 2020 et baisse incertaine en 2021

La crise liée à la pandémie en 2020 a provoqué une hausse du chômage dans la plupart des pays du Moyen-Orient et d'Afrique du Nord, notamment dans les pays où l'activité touristique est importante. C'est principalement le cas des pays du Maghreb où des dizaines de milliers de personnes travaillant dans le secteur touristique n'ont pas encore retrouvé d'emploi, malgré la reprise des vols internationaux et le retour partiel des touristes étrangers. Ainsi, le taux de chômage est passé au Maroc de 9,2% en 2019 à 12,8% à fin juin 2021. En Tunisie, il a progressé de 15,1% à 17,9% sur la même période. En Jordanie, il est passé de 19% à 24,8%. En Arabie saoudite, le taux de chômage des Saoudiens a évolué de 12% en 2019 à 12,6% fin 2020, une hausse assez contenue en raison des mesures de protection sociale. Ce taux est assez stable depuis de nombreuses années. L'Égypte, qui a échappé à une récession en 2020, fait aussi figure d'exception en termes sociaux, puisque le chômage s'élève à seulement 7,4% au premier trimestre 2021, un taux en baisse régulière depuis que le pays connaît des taux de croissance du PIB entre 4% et 5%.

Cette année 2021 devrait voir une légère inflexion du chômage, mais sans doute pas une baisse significative au Moyen-Orient, compte tenu des résultats un peu décevants des deux premiers trimestres. Effectivement, la reprise est un peu moins vigoureuse qu'attendu en début d'année et cela devrait peser sur les indicateurs sociaux, toujours un peu suspendus à la maîtrise mondiale de la pandémie et au redressement des activités de transport et de tourisme, gros pourvoyeurs d'emplois dans la région.

Moyen Orient - Afrique du Nord : chômage



Sources : CDSI, Oxford Economics, Crédit Agricole S.A.

☑ **Notre opinion –** *Contrairement aux pays d'Europe où les mesures de chômage partiel ont joué le rôle d'amortisseur et où le redressement assez vigoureux de la croissance en début d'année 2021 a permis aux demandeurs d'emploi de retrouver du travail, les pays du bassin méditerranéen peinent à redonner du travail à tous les demandeurs d'emploi qui se présentent sur le marché.*

Europe centrale et orientale, Asie centrale

☞ Ukraine : lente progression vers le niveau d'avant-crise

Malgré quelques progrès dans le domaine de la lutte contre la corruption et les lois sur la privatisation des terres agricoles, le gouvernement ukrainien peine à déployer les réformes promises. Les pressions oligarchiques demeurent encore très fortes à la fois sur le gouvernement, le Parlement et les autres institutions judiciaires ou économiques.

Après l'enthousiasme des premiers temps, une certaine lassitude commence à s'installer. Elle se reflète par ailleurs très bien dans la baisse de la popularité du président Zelensky.

Les enjeux de diplomatie internationale demeurent aussi très présents. La signature récente de l'accord sur la mise en service du gazoduc Nord Stream 2, qui permettra de fournir l'Europe en gaz russe en contournant l'Ukraine, risque de la pénaliser financièrement et géopolitiquement. Après la forte fragilisation de la production d'acier concentrée dans les régions de conflit, la diminution des revenus, voire le non-renouvellement du contrat de gaz (1,5 milliard de dollars par an) limiterait encore plus les champs d'activité économique en Ukraine. La dépendance au secteur agricole, et de fait aux aléas climatiques, devient de plus en plus forte notamment en termes de recettes d'exportation (plus de 40% des exports).

Enfin, le faible niveau de vaccination de la population expose encore sensiblement le pays aux risques de propagation du Covid. L'éventualité d'une mise en place de restrictions sanitaires est plus forte qu'ailleurs en Europe centrale.

La reprise économique, après la récession liée au Covid, se dessine lentement pour l'Ukraine avec une progression du PIB de 3,7% en 2021 et 3,9% en 2022, en dessous des autres pays d'Europe centrale. Le pays devrait retrouver son niveau de PIB de 2019 courant au deuxième semestre 2022.

La consommation des ménages sera un des facteurs de reprise augmentant également le niveau des importations.

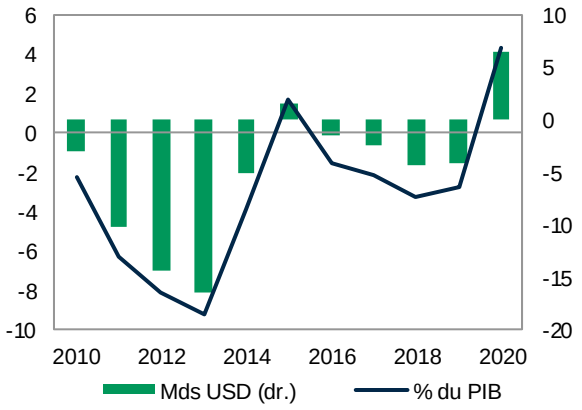
Après avoir bénéficié d'une situation exceptionnellement positive en 2020, le solde courant ukrainien devrait retrouver son déficit structurel à partir de cette année, notamment en raison de la reprise des importations. Néanmoins, l'aggravation du déficit pour l'année 2021 est en quelque sorte amortie par la hausse des prix des matières premières (céréales et métaux) dont le pays est exportateur. Le niveau des réserves en devises a augmenté en août à 31,6 milliards de dollars, suite au déboursement FMI du fonds d'aide de gestion de la crise du Covid. Cela représente presque quatre mois et demi d'importations, améliorant ainsi les ratios de liquidité du pays. Néanmoins, la situation de solvabilité ne s'est guère améliorée bien au contraire. Le niveau d'endettement externe a atteint en 2020 207% des exportations de biens et services, alors qu'il avait diminué à 119% en 2019.

La dette publique s'élève à 61% du PIB en 2020, alors qu'elle avait diminué à 50% en 2019. Certes, ce niveau devrait retrouver le chemin de la baisse, mais il faudra plusieurs années à l'Ukraine avant de retrouver le niveau de 2019. D'importantes échéances de paiement de dette arrivent à maturité en 2021, soit 11 milliards de dollars et, dans ce cadre, le soutien du FMI reste primordial pour l'Ukraine.

Seulement peu de progrès sont réalisés sur ce plan. Les précédentes négociations ont échoué et une prochaine mission devrait débuter fin septembre. La priorité sera donnée par le FMI à l'indépendance de la Banque centrale, au programme de lutte contre la corruption et aux réformes de renforcement des institutions. Le gouvernement déclare avoir fait le nécessaire pour s'attendre à un déblocage des fonds courant décembre. Parallèlement l'UE a débloqué en septembre 2021 la deuxième tranche de 600 millions d'euros d'assistance macro-financière pour soutenir la croissance du PIB.

Le niveau des investissements directs étrangers commence à s'améliorer avec des entrées d'investissements d'infrastructures de la part de la Chine et de la Turquie. Cela permettra de financer le déficit courant, sans trop peser sur le taux de change. Le taux d'inflation, en revanche, a beaucoup augmenté et nous avons révisé à la hausse nos prévisions d'inflation 2021 et 2022 avec des hausses respectives de 9,6% et 6,9% par an.

Ukraine : balance courante



Sources : FMI, CA S.A./ECO

La Banque centrale a d'ores déjà procédé à plusieurs hausses des taux directeurs pour atteindre 8,5% en septembre 2021 dans un objectif de maîtrise des hausses de prix et d'ancrage des anticipations qui demeure un des points essentiels pour dynamiser les investissements.

Deux ans après son élection, Zelensky a du mal à mettre en œuvre les réformes promises lors de sa campagne. La lutte contre la corruption, une de ses promesses phare, s'avère beaucoup plus laborieuse que prévu dans un pays gangrené par les influences oligarchiques.

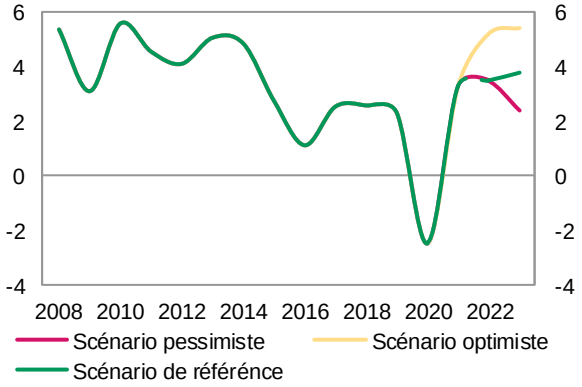
Le support financier du FMI qui dépend largement des progrès juridiques, se décale progressivement pour insuffisance de réformes. Le pays a grandement besoin de cette aide, d'autant plus qu'elle conditionne de nombreuses autres aides en provenance des autres organismes internationaux. Mais l'issue des prochaines négociations qui démarrent à la fin du mois reste incertaine. Il est plus que probable qu'elles n'aboutissent pas, plutôt que l'inverse.

Afrique sub-saharienne

☞ Afrique sub-saharienne : une reprise un peu plus forte en 2021, mais toujours fragile à moyen terme

La croissance en Afrique sub-saharienne devrait être un peu plus forte qu'attendu cette année, grâce à la dynamique des cours des matières premières et à la reprise du commerce mondial, qui s'ajoutent à la reprise domestique permise par le recul de la troisième vague pandémique. L'ampleur de la reprise, après une contraction de 2,4% du PIB en 2020, sera toutefois assez modeste et pâtira toujours de la menace sanitaire.

Afrique sub-saharienne : croissance du PIB



Sources : Banque mondiale, Crédit Agricole S.A.

Dans son rapport biannuel *Africa's Pulse* paru cette semaine, la Banque mondiale anticipe désormais une croissance du PIB de l'Afrique sub-saharienne de 3,3% pour l'année 2021, en hausse d'un point de pourcentage par rapport à sa précédente prévision d'avril. L'institution de Washington souligne néanmoins les incertitudes nombreuses qui entourent cette trajectoire.

La faible couverture vaccinale, avec 3,3% de la population protégés et seulement douze pays de la région qui atteignent 10% de personnes vaccinées d'après l'OMS, demeure le principal facteur de risque pour les trimestres à venir. Les scénarios alternatifs de la Banque mondiale reposent donc sur des décalages favorables et défavorables pour l'atteinte d'une forme d'immunité collective, prévue pour le scénario de référence en 2023.

Sur cet horizon de projection, hormis dans le scénario favorable, la croissance régionale ne dépasserait pas 4%, loin des rythmes observés dans les autres régions du monde. Outre la demande extérieure, l'activité dans les pays d'Afrique sub-saharienne est principalement tirée par le retour de la consommation privée et une progression de l'investissement.

L'écart avec la dynamique de reprise observée ailleurs provient en partie de la difficile mobilisation de ressources publiques pour stimuler l'activité. Depuis janvier 2020, les fonds publics mobilisés pour soutenir l'économie (ménages et entreprises) représentent seulement 2,8% du PIB en Afrique sub-saharienne, contre plus de 17% dans les pays développés, qui bénéficient de marges de manœuvre budgétaires et monétaires bien plus grandes. En fin de compte, le relatif contrôle des déficits publics des pays africains (5,4% du PIB en 2021, après 6,9% en 2020) s'est aussi fait au détriment de l'atténuation des effets de la crise.

La Banque mondiale alerte par ailleurs dans son rapport sur la hausse de l'endettement externe des États africains. Le niveau de dette publique moyen a sans surprise progressé et atteint désormais 71% du PIB pour la région. Surtout, la part du financement commercial, notamment *via* l'émission d'eurobonds, progresse. Les montants levés par ce biais par huit pays différents sur les neufs premiers mois de 2021 dépassaient déjà ceux de l'ensemble de l'année 2019, à 9 milliards de dollars. La volatilité potentielle de ce type de dette pourrait donc représenter un facteur de risque pour des pays aux fondations économiques plus fragiles. D'après l'institution, c'est désormais la moitié des pays de la région qui est en risque de surendettement extérieur élevé.

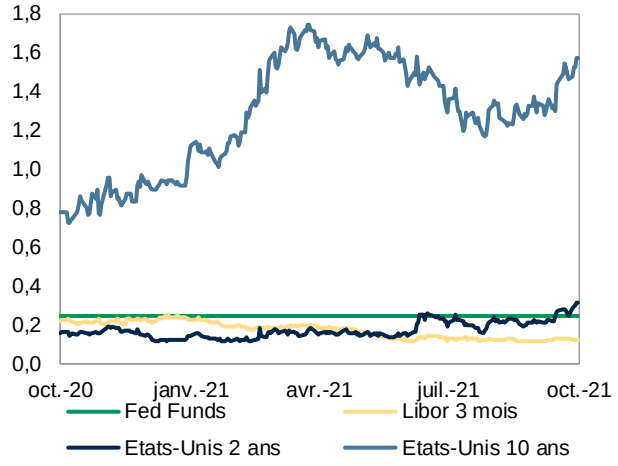
☑ **Notre opinion –** *L'Afrique sub-saharienne revient à la croissance après la récession de l'an dernier, la première en vingt-cinq ans. Le rythme de reprise reste cependant très modeste, compte tenu du point de départ et du contexte global favorable. Le recours croissant à l'endettement commercial externe des pays de la zone est à raison mis en avant par la Banque mondiale. Les pays africains ont bénéficié de conditions de financement (taux et maturité) avantageuses, notamment grâce à des conditions de marché très favorables, du fait d'une abondance inédite de liquidité au niveau global.*

Néanmoins, l'accumulation croissante de ces dettes par certains pays interroge, surtout lorsque le modèle de croissance semble en être dépendant. Le risque de difficultés de refinancement en cas de choc est important pour ces pays aux ressources fiscales internes limitées et aux ressources externes volatiles en fonction du prix des matières premières. La progression du nombre de pays en risque de surendettement externe élevé constitue donc une menace sérieuse pour la région, alors que l'initiative de suspension du service de la dette (DSSI) arrive à son terme à la fin de l'année.

Tendances à suivre

Taux d'intérêt en dollar américain

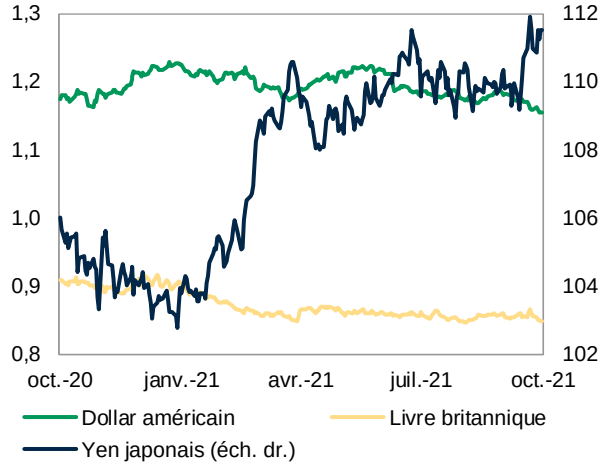
%, interbancaire (Londres) et souverains (Etats-Unis)



Source : Thomson Reuters

Taux de change des principales devises

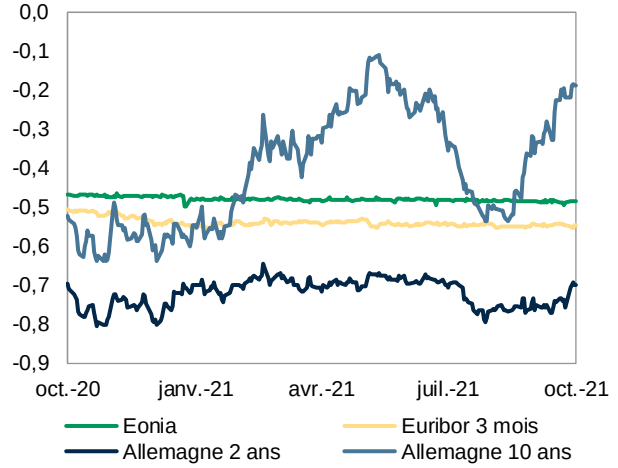
EUR/USD, EUR/GBP et USD/JPY



Source : Thomson Reuters

Taux d'intérêt en euro

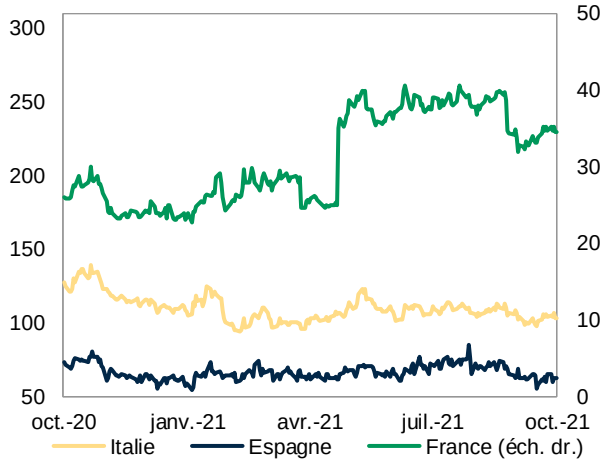
%, interbancaires (Londres) et souverains (Allemagne)



Source : Thomson Reuters

Spreads souverains européens avec le Bund

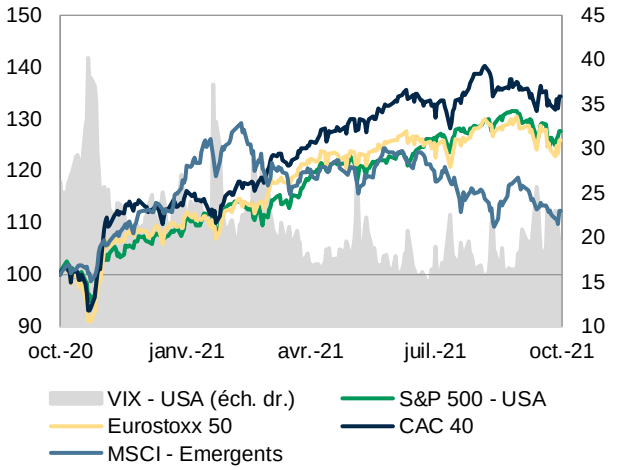
Pdb, dette en EUR à dix ans



Source : Thomson Reuters

Marché actions

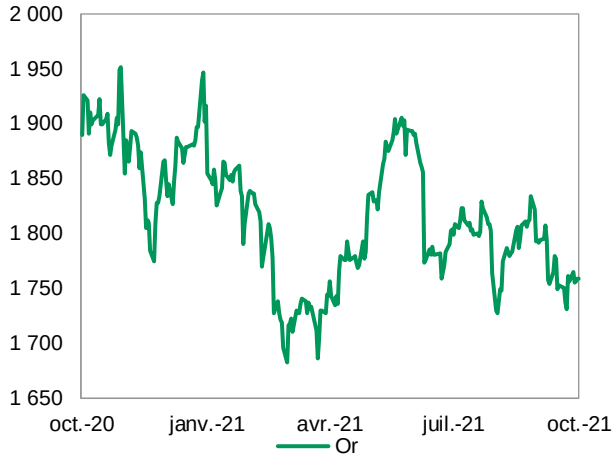
Indice boursiers (100 = début de période) et volatilité VIX



Source : Thomson Reuters

Cours de l'once d'or

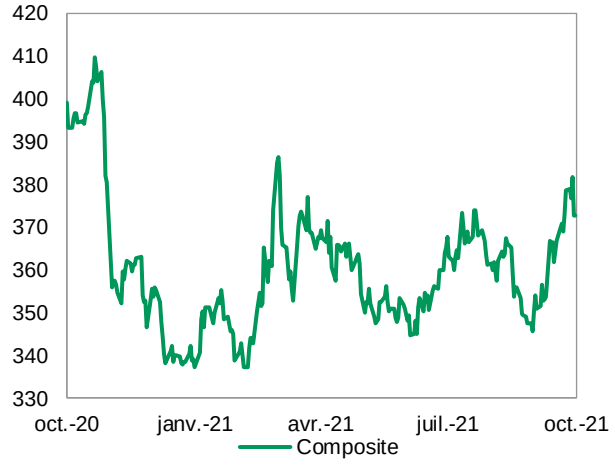
USD/Once troy (Londres)



Source : Thomson Reuters

Spreads souverains émergents avec le T-Bond

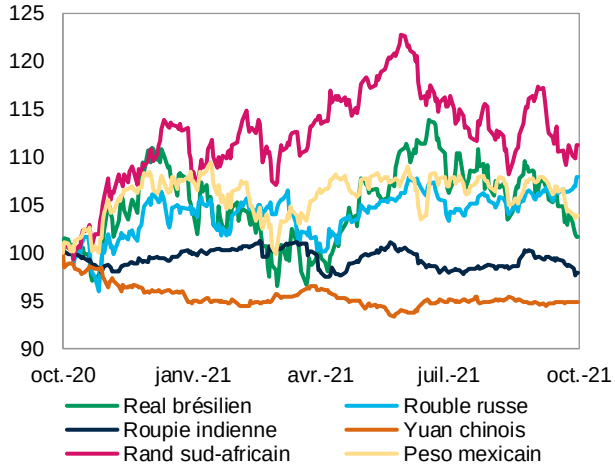
Indices EMBI+ (pdb, dette en USD de plus d'un an)



Source : JP Morgan

Devises émergentes

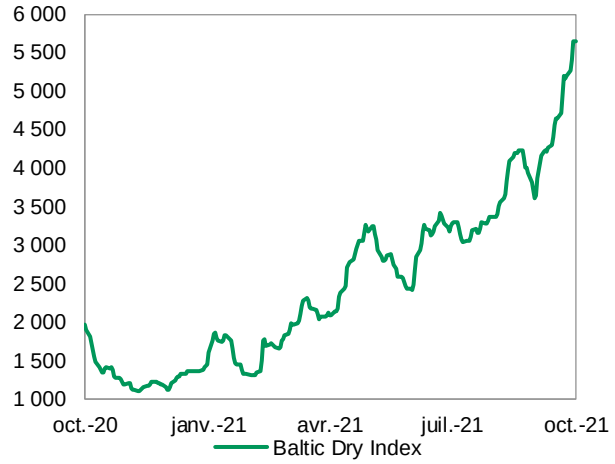
/USD (indice 100 = début de période)



Source : Thomson Reuters

Coût du transport maritime de vrac sec

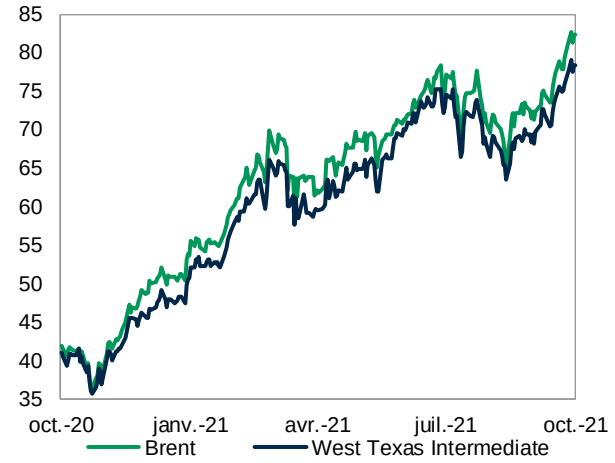
Baltic Dry Index (USD/point)



Source : Baltic Exchange

Cours du baril de pétrole brut en USD

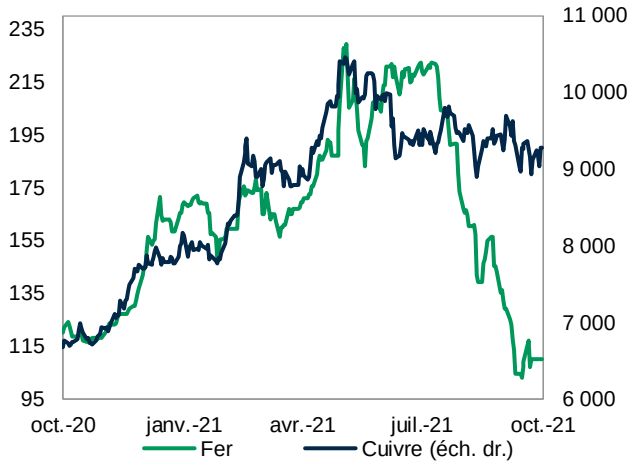
Brent (mer du Nord) et WTI (golfe du Mexique)



Source : Thomson Reuters

Cours des métaux

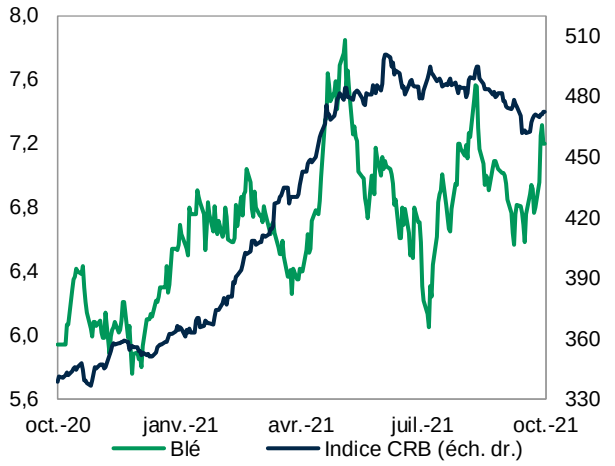
USD/tonne métrique



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 – 5 octobre 2021

Qui de l'œuf ou de la poule...

Date	Titre	Thème
07/10/2021	Corée du Sud – Tout schuss	Asie
06/10/2021	France – Scénario 2021-2022 : vax, et ça repart !	France
05/10/2021	Zone euro – La hausse de l'inflation enclenchera-t-elle la boucle prix-salaires ?	Zone euro
05/10/2021	Monde – Scénario macro-économique 2021-2022 : qui de l'œuf ou de la poule...	Monde
01/10/2021	Monde – L'actualité de la semaine	Monde
01/10/2021	Avenir de la pêche française et européenne après le *Brexit* : le diable est dans les détails…	Agriculture, agroalimentaire
29/09/2021	Pologne et Hongrie – Le plan de relance de la discorde	PECO
29/09/2021	France – Projet de loi de finances 2022 : nette réduction du déficit public et soutien continu à la croissance	France
28/09/2021	Émirats arabes unis – Une reprise assez poussive en 2021, mais plus vigoureuse en 2022	Émirats arabes unis
27/09/2021	Zone euro – L'Europe attend son nouveau leader	Europe

Études Économiques Groupe – Crédit Agricole S.A.

12, place des États-Unis – 92127 Montrouge Cedex

Directeur de la publication : Isabelle JOB-BAZILLE
Rédacteurs en chef : Paola MONPERRUS-VERONI, Tania SOLLOGOUB, Armelle SARDA

Zone euro : Pierre BENADJAOUD, Ticiano BRUNELLO, Olivier ELUERE,
Paola MONPERRUS-VERONI (coordination zone euro), Sofia TOZY, Philippe VILAS-BOAS
États-Unis, Royaume-Uni, Irlande, pays scandinaves : Slavena NAZAROVA
Europe centrale et orientale, Asie centrale : Tania SOLLOGOUB (coordination pays émergents), Ada ZAN
Asie : Sophie WIEVIORKA
Amérique latine : Catherine LEBOUGRE (coordination scénario)
Afrique du Nord, Moyen-Orient : Olivier LE CABELLEC
Afrique sub-saharienne : Thibaut 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.