

Perspectives

Hebdomadaire – N°21/339 – 22 octobre 2021

MONDE – L'actualité de la semaine

☞ <i>Relative désynchronisation des politiques monétaires dans les économies avancées</i>	2
☞ <i>La BCE clarifie sa stratégie face à la montée de l'inflation</i>	3
☞ <i>France : en octobre, le climat des affaires s'améliore nettement dans les services</i>	4
☞ <i>Zone euro : hausse de l'emploi et baisse de l'inactivité et du chômage au T2 2021</i>	5
☞ <i>Allemagne : un contrat de coalition se profile avec moins de difficulté que prévu</i>	5
☞ <i>Italie : croissance de la construction en août</i>	6
☞ <i>Inflation britannique en septembre : (léger) pas en arrière pour mieux rebondir, la BoE hausse le ton avant sa réunion cruciale de novembre</i>	8
☞ <i>Tunisie : nouvelle chute préoccupante de l'épargne et baisse du rating Moody's à Caa1</i>	10
☞ <i>UEMOA et CEMAC : des trajectoires de croissance différentes pour 2021 et 2022</i>	11
☞ <i>Eswatini : la contestation ne faiblit pas dans le royaume</i>	12

Relative désynchronisation des politiques monétaires dans les économies avancées

Depuis le début de l'année, la hausse du prix des matières premières et les perturbations des chaînes de valeur mondiales ont entraîné une nette hausse des coûts de production qui n'est que partiellement répercutée sur les prix de vente, malgré la hausse de l'inflation au cours des derniers mois. Ainsi, les investisseurs craignent à la fois une remontée des taux dans les prochains trimestres, mais également une compression des marges dans certains secteurs. Alors que certaines banques centrales comme la BCE continuent à insister sur la nécessité de maintenir une politique monétaire accommodante et sur le caractère temporaire de la hausse de l'inflation, d'autres s'appêtent à relever leurs taux directeurs.

Andrew Bailey, gouverneur de la Banque d'Angleterre, a d'ailleurs laissé entendre que la banque centrale se préparait à agir pour contrer les pressions inflationnistes. Malgré un ralentissement de l'inflation au mois de septembre outre-Manche, cela a conduit les investisseurs à anticiper une hausse des taux directeurs dès le mois de novembre et une deuxième hausse d'ici le début d'année 2022 portant le taux directeur à 0,5%, contre 0,1% actuellement. La banque d'Angleterre deviendrait alors la première grande banque centrale d'un pays avancé à remonter son taux directeur. Cette semaine, les taux des obligations d'État britanniques ont ainsi augmenté de 10 points de base à deux ans et de 8 points de base à dix ans, entraînant un léger aplatissement de la courbe des taux, car les anticipations d'inflation à long terme restent modérées. Néanmoins, une première hausse des taux dès novembre nous paraît prématurée.

Aux États-Unis, l'indice manufacturier de la Fed de Philadelphie a déçu, passant de 30,7 en septembre à 23,8 en octobre. Il reste toutefois favorablement orienté. Le S&P 500 progresse d'ailleurs de 1,8% sur la semaine, une meilleure performance que celle des bourses européennes. L'annonce

probable du *tapering* par Jerome Powell lors de la prochaine réunion de politique monétaire en novembre semble déjà prise en compte par les marchés, comme en témoigne la hausse de 10 points de base (pdb) du taux des obligations d'État à dix ans pendant la semaine.

En Europe, les indices boursiers ont également progressé pendant la semaine. L'Eurostoxx 50 et le CAC 40, pénalisés en début de semaine par le ralentissement de la croissance chinoise au troisième trimestre, ont finalement clôturé jeudi soir en hausse de 0,3% et 0,5% respectivement par rapport à la fin de semaine dernière. Le rendement du Bund à dix ans augmente de 8 pdb sur la semaine à -0,09%. Depuis le début de l'année, il a ainsi progressé de 50 points de base, conséquence de l'accélération de l'inflation et du redémarrage de l'activité. Les *spreads* de taux des obligations des autres pays de la zone restent cependant relativement stables à l'exception du dix ans italien qui s'écarte de 6 pdb du Bund en une semaine.

Les investisseurs vont surveiller la tonalité du discours de la BCE la semaine prochaine, lors de sa réunion de politique monétaire, même si peu d'annonces nouvelles sont attendues avant la réunion de décembre quant à l'évolution de ses programmes d'achats d'actifs. Si la BCE va vraisemblablement conserver un ton accommodant, l'accélération continue de l'inflation, qui devrait atteindre un pic en fin d'année, et le ralentissement du rythme des achats d'actifs *via* le PEPP (*Pandemic Eergency Purchase Program*) pourraient entraîner davantage de volatilité et un élargissement des *spreads* en zone euro. En s'affranchissant des règles du programme d'achats d'actifs traditionnel de la BCE et notamment de la clé de répartition fixant la proportion de dette de chaque État que la BCE pouvait acheter, le PEPP a en effet permis de limiter les écarts de taux depuis le début de la crise.

Éditorial

La BCE clarifie sa stratégie face à la montée de l'inflation

L'estimation finale de l'inflation en septembre confirme une nouvelle accélération de la hausse des prix (de 3% en août à 3,4% sur un an) dans la zone euro. L'inflation sous-jacente (hors composantes volatiles) augmente de 1,6% à 1,9%. Les plus fortes contributions à la croissance de l'indice des prix viennent des prix de l'énergie (en hausse de 17,4%) et des prix des services (en accélération, de 1,1% en août à 1,7%), tandis que la croissance des prix des biens industriels perd en vigueur (de 2,6% à 2,1%).

Face à cette montée, la BCE se mobilise afin que des anticipations d'une inflation plus élevée ne se traduisent pas par des anticipations d'une remontée précoce des taux ou d'une réduction anticipée de ses programmes de rachats de titres.

Par la voix de son chef économiste, P. Lane, elle rappelle les trois conditions devant se matérialiser avant une première remontée des taux :

- 1 - L'inflation doit atteindre la cible de 2% bien avant la fin de l'horizon de projection de la BCE.
- 2 - Cette cible doit être atteinte durablement jusqu'à la fin de la période de projection.
- 3 - Les progrès réalisés en termes d'inflation sous-jacente doivent être suffisamment avancés pour être cohérents avec la stabilisation de l'inflation au niveau de sa cible dans le moyen terme.

Les deux premières conditions garantissent que la politique de fixation du taux d'intérêt ne réagisse pas à des chocs inflationnistes temporaires, qui s'estomperaient avant la fin de l'horizon de projection de la BCE. La troisième condition vise à différencier l'inflation globale de sa composante plus persistante et moins volatile.

La BCE cherche donc à canaliser les anticipations d'inflation vers les bons fondamentaux. Elle pourra se réjouir de leur remontée, si les anticipations intègrent sa nouvelle stratégie et sa volonté de construire un « coussin » d'inflation à moyen terme (la cible symétrique d'inflation autour de 2%) suffisant pour reconstituer ses marges d'action monétaire. Elle veut éviter que ces anticipations

confondent des dynamiques qui ne sont que transitoires et des tendances permanentes.

La BCE veut, en effet, éviter toute mésinterprétation des tendances récentes de l'inflation et alerte sur les dynamiques complexes à l'œuvre. La remontée la plus récente de l'inflation est liée non seulement aux prix de l'énergie, mais aussi à l'accélération des prix des services dont les salaires sont la composante principale. La remontée récente des salaires dans les services n'est toutefois qu'un déplacement ponctuel du niveau des salaires, un ajustement à une hausse transitoire non anticipée du niveau des prix. La BCE met donc en garde : il ne s'agit pas d'un changement de la tendance des salaires, ni par conséquent de l'inflation sous-jacente.

Elle rappelle aussi l'ensemble des implications macro-économiques de la remontée des prix de l'énergie sur la tendance des prix. Elle évoque les pressions à la baisse sur l'inflation sous-jacente exercées par la détérioration des perspectives de croissance, du fait du renchérissement des coûts, ainsi que les effets de richesse négatifs liés à la dégradation des termes de l'échange.

Par la voix d'un autre membre du Conseil des gouverneurs, I. Schnabel, la BCE invite à ne pas tirer des conclusions trop hâtives sur la nature du choc inflationniste. Elle souligne l'incertitude qui entoure encore les dynamiques d'inflation. Car, s'il est vrai que les évolutions récentes sont en grande partie attribuables à des facteurs temporaires liés à la pandémie, il est tout aussi vrai que la pandémie a produit des ruptures qui peuvent entraîner des effets plus permanents sur l'inflation, que ce soit la transformation digitale, la transition énergétique ou des changements de comportement pouvant altérer la relation entre prix, salaires et activité. Les études de la BCE n'ont pas réussi à ce jour à mettre en évidence un changement dans le comportement de fixation des prix qui pourrait aller à l'encontre des rigidités salariales et de la viscosité des prix observées au cours des dernières décennies. Mais des changements structurels poussant l'inflation dans des directions différentes pourraient s'ajouter aux facteurs temporaires liés à la pandémie.

Zone euro

France : en octobre, le climat des affaires s'améliore nettement dans les services

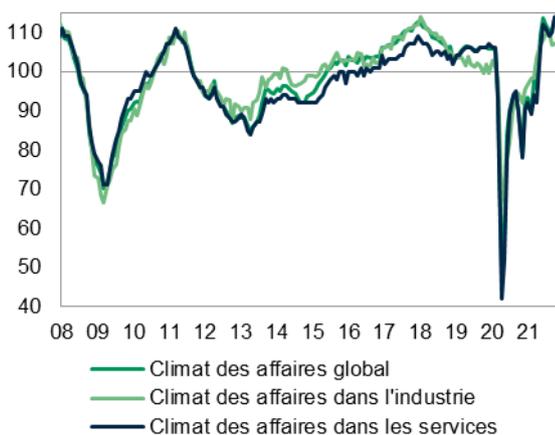
Après avoir progressé d'un point en septembre, le climat des affaires Insee gagne 2 points en octobre pour atteindre 113, un niveau particulièrement élevé. Cette hausse est majoritairement due à la progression du climat des affaires dans les services qui atteint 114, après 110 en septembre. En particulier, les perspectives d'activité s'améliorent avec une forte progression de la demande prévue. Le solde d'opinion sur les effectifs prévus est également en hausse, signe que le dynamisme des créations d'emplois devrait se poursuivre encore quelques mois. Au niveau sectoriel, la progression du climat des affaires est particulièrement vigoureuse dans l'hébergement-restauration, après une baisse en octobre.

Dans l'industrie manufacturière, le climat des affaires est stable à 107, un niveau tout de même nettement supérieur à sa moyenne historique (100). Les perspectives personnelles de production se replient légèrement, mais restent à des niveaux élevés, tandis que les carnets de commandes

globaux se remplissent légèrement. Au niveau sectoriel, les variations du climat des affaires en octobre sont assez faibles. Nous pouvons tout de même noter une amélioration dans le secteur « autres matériels de transport » qui regroupe le transport naval et aéronautique.

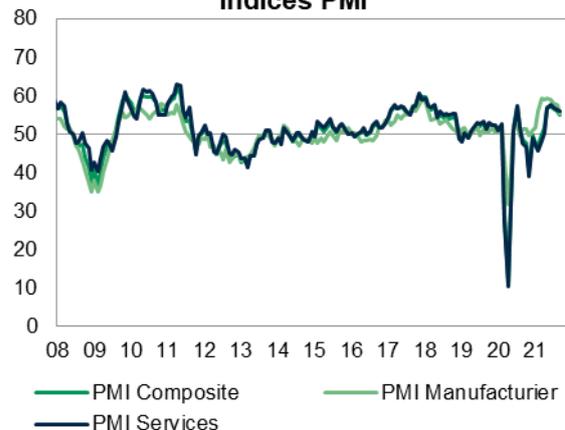
Les enquêtes auprès des directeurs d'achats transmettent des messages relativement similaires. L'indice PMI Composite est en légère baisse à 54,7 en octobre contre 55,3 au mois de septembre. L'indice du secteur manufacturier perd 1,5 points à 53,5 et reste donc en zone d'expansion. Les carnets de commandes ont notamment reculé, en liaison notamment avec les difficultés d'approvisionnement. Le climat des affaires s'améliore en revanche légèrement dans les services à 56,6 après 56,2 en octobre. Au total, même si le climat des affaires recule, il reste nettement en zone d'expansion de l'activité (au-dessus de 50) ce qui indique une croissance toujours soutenue malgré un léger ralentissement.

Climat des affaires INSEE



Sources : Insee, Crédit Agricole SA ECO

Indices PMI



Sources : IHS Markit, Crédit Agricole SA ECO

Notre opinion – Le climat des affaires dans le secteur aéronautique est sur une tendance ascendante depuis quelques mois, signe que les perspectives d'une reprise de l'activité s'améliorent pour les professionnels, alors que le manque de synchronisation de la reprise économique et des campagnes de vaccination au niveau mondial continue de pénaliser le transport aérien. En revanche, dans l'automobile, le climat des affaires est stable à 100 au niveau de sa moyenne historique, signe que les perturbations du secteur liées notamment à la pénurie de semi-conducteurs ne s'améliorent pas vraiment.

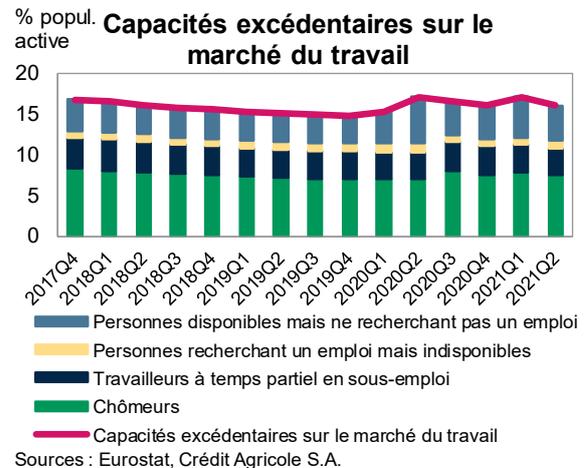
Toutefois, le climat des affaires est globalement très élevé et continue de s'améliorer, ce qui est un signe favorable pour la croissance en France. La consommation de services devrait d'ailleurs être le moteur principal de la croissance aux troisième et quatrième trimestres.

Zone euro : hausse de l'emploi et baisse de l'inactivité et du chômage au T2 2021

Au cours du deuxième trimestre, l'inactivité a baissé en France, en Italie et en Espagne. Mais si en France la plupart des inactifs sont devenus des chômeurs, en Italie et en Espagne, le passage de l'inactivité à l'emploi a été majoritaire. En Allemagne, en revanche, le nombre d'inactifs a encore augmenté avec surtout des sorties directes de l'emploi vers l'inactivité. Mais, dans tous les pays, la demande d'emploi s'est traduite par une baisse du nombre de chômeurs.

Dans l'ensemble de la zone euro, on a donc assisté à une baisse des capacités excédentaires sur le marché du travail (de 17,2% à 16,1% de la population active étendue), grâce à la fois à la baisse du chômage (-0,2 point) et du « halo du chômage ». Dans cette catégorie d'inactifs (totaux ou partiels), on a vu une baisse des personnes en temps partiel involontaire (-0,2 point) et une réduction plus

importante des personnes disponibles mais ne recherchant pas un emploi (-0,7 point).



Notre opinion – *Le véritable impact de la crise sur le marché du travail est mesuré par la variation de ses capacités excédentaires. Après la grande crise économique et financière, celles-ci avaient augmenté de 4,7 points dans la zone euro – dont seulement la moitié correspondait à des chômeurs –, le restant étant des inactifs forcés ou découragés. Avant la crise du Covid, ces capacités excédentaires avaient diminué, sans pourtant avoir retrouvé le niveau de 2007. Les deux tiers de la réduction sont imputables à la baisse du chômage, la diminution du « halo du chômage » étant moins importante. Au T2 2021, les capacités excédentaires sont encore supérieures de 1,3 point à leur niveau d'avant le Covid, mais elles ont été réduites de moitié par rapport au pic du T2 2020. C'est également le cas du chômage. La baisse du taux de chômage qui s'est poursuivie en juillet et août (à 7,5%) permet d'anticiper que la même dynamique observée au cours du T2 est à l'œuvre, avec une demande de travail qui se traduit par une réduction des chômeurs et des inactifs sans passage par la case chômage pour ces derniers.*

Allemagne : un contrat de coalition se profile avec moins de difficulté que prévu

Les pourparlers en vue de former une coalition tripartite rassemblant le SPD, les Verts et les libéraux se sont poursuivis plus en profondeur cette semaine, avec l'amorce d'une feuille de route publiée dans la presse. Même si celle-ci n'est qu'une ébauche faisant l'objet d'approfondissements détaillés à venir, quelques grandes lignes directrices ressortent néanmoins de ces premières réunions exploratoires. Plusieurs grands sujets ont fait l'objet d'un accord de principe matérialisé plus qualitativement que quantitativement.

Sur les questions budgétaires, les libéraux ont obtenu qu'il n'y ait pas de hausses d'impôts (ni sur les revenus, ni sur les sociétés, ni même de modification de la taxe sur la valeur ajoutée) et que le frein à l'endettement soit maintenu en l'état et respecté. La réintroduction de l'impôt sur la fortune, pourtant souhaitée par le SPD et les Verts est finalement écartée. En revanche, le FDP n'a pas obtenu gain de cause sur la suppression complète de la taxe de solidarité initiée pour financer la réunification du pays, les dix pour cent des ménages les plus riches n'en seront pas exemptés. De leur côté, les sociaux-démocrates ont obtenu la hausse du salaire minimum horaire légal à 12 € de l'heure

(contre 9,5 € aujourd'hui), la construction de 400 000 nouveaux logements (dont 100 000 réservés à des logements sociaux) par an et le maintien du niveau actuel des retraites à 48% du salaire net, pour des dépenses publiques additionnelles estimées à 10 Mds €. Le niveau des pensions ne sera donc pas réduit et l'âge de départ à la retraite pas davantage relevé. Par ailleurs, le parti social-démocrate espère également bénéficier de nouvelles recettes fiscales avec la mise en place d'un taux minimum d'imposition sur les sociétés à niveau mondial qui verrait le jour dans un avenir lointain.

De leur côté, les Verts ont obtenu l'accélération du développement des énergies renouvelables avec comme principales mesures l'utilisation systématique des nouvelles surfaces de toitures pour l'exploitation de l'énergie solaire et la mise à disposition de 2% de la surface terrestre du pays qui serait réservée à l'exploitation de l'énergie éolienne. Ils ont également réussi à faire acter l'abandon anticipé du charbon d'ici à 2030, soit huit ans plus tôt que ne le prévoyait l'ancien accord coalition.

À ces mesures s'ajoutent également la nécessité commune de moderniser davantage le pays à l'aide de financements publics, notamment dans la protection du climat, la numérisation, la formation, la recherche et les infrastructures tout en respectant le cadre du frein à l'endettement. Si, pour l'heure, le financement de ces investissements n'est pas clairement tranché, certains évoquent la possibilité d'emprunter davantage en 2022, dans le cadre de la levée temporaire du frein à l'endettement, afin d'utiliser les fonds ultérieurement. Une autre piste plus réaliste serait que ces « investissements d'avenir » ou « investissements verts », soient financés par le biais de la banque publique d'investissement allemande, la KfW. Une possibilité

qui permettrait ainsi d'éviter de gonfler les chiffres du déficit et de la dette et ainsi de respecter les critères du pacte de stabilité et de croissance de l'UE. Cette proposition pourrait faire écho auprès des institutions européennes et éventuellement faire l'objet d'un consensus européen plus large au sein des principaux grands pays européens.

Enfin, bien qu'en matière de distribution des postes ministériels rien ne soit encore décidé outre le positionnement évident d'Olaf Scholz à la chancellerie, Christian Lindner pourrait occuper le poste de ministre des Finances et les Verts obtiendraient celui d'un nouveau ministère chargé de la protection du climat.

☑ Notre opinion – Les négociations exploratoires en vue de former un nouveau gouvernement de coalition ont progressé plus rapidement que prévu, en dépit des divergences programmatiques décelées en amont. Il semble que les principaux protagonistes aient dépassé leurs différences pour rechercher de façon pragmatique les points d'accords à mettre en avant. Il en résulte une politique modestement audacieuse, mais néanmoins tournée vers les investissements d'avenir conduisant à la transformation écologique et numérique du pays, tout en conservant le cadre actuel du pacte de stabilité et de croissance encadrant le déficit et la dette.

L'idée d'un financement de ces investissements par l'intermédiaire de la banque publique d'investissement ressort comme le meilleur compromis possible et pourrait bien s'étendre à d'autres pays européens. Un contrat de coalition définitif pourrait être finalisé d'ici la deuxième moitié du mois de novembre, permettant ainsi l'élaboration du nouveau gouvernement avant Noël, comme le souhaitait le futur chancelier Olaf Scholz.

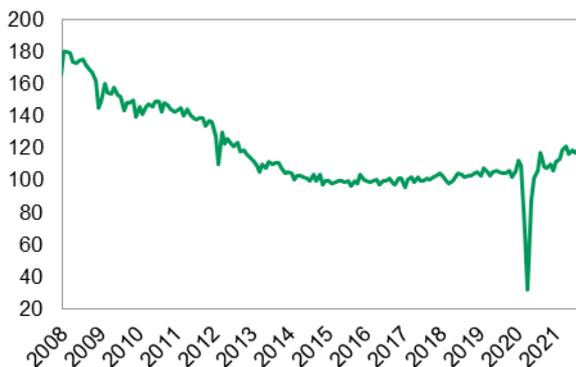
👉 Italie : croissance de la construction en août

La hausse de prix des intrants n'aura limité que temporairement le boom de la production en construction. Après la baisse de juillet, l'indice de production dans la construction a renoué avec la croissance en août 2021, enregistrant une hausse de 1,4% d'un mois sur l'autre. Le secteur pénalisé par la précédente crise a enregistré un nouvel essor à la sortie du confinement de 2020.

Sur l'ensemble des huit derniers mois, la production dans la construction a progressé de 30,3% par rapport à la même période en 2020, alors même que la production pendant la période avait dépassé celle

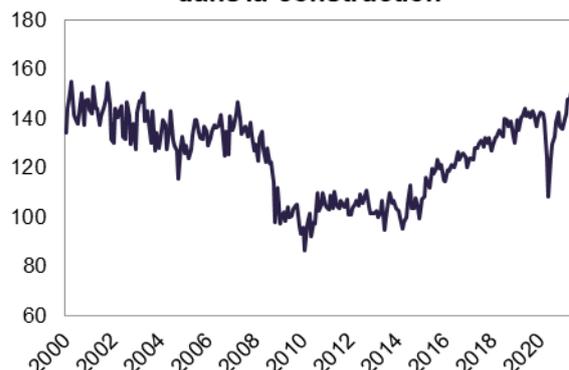
d'avant-crise. L'indice se situe à un niveau qui n'avait pas été atteint depuis fin 2012. Une partie de cette forte reprise s'explique par l'attrait du dispositif d'incitation fiscale *super bonus* qui a enregistré une nette accélération durant les mois d'été. L'ANCE comptabilise 37 128 interventions liées au dispositif pour un équivalent de 5,7 milliards d'euros (soit environ 6,3 milliards comme montant éligible à la déduction, compte tenu du taux de 110%). Le type de structures sollicitant l'incitation fiscale tend en outre à se diversifier, avec une hausse croissante des rénovations de copropriété qui représentent en montant 46% des montants subventionnés.

Production dans la construction



Sources : Istat, Crédit Agricole S.A.

Indice de confiance dans la construction



Sources : Istat, Crédit Agricole S.A.

Notre opinion – *Alors que le dispositif du super bonus devrait être pérennisé dans la loi de finances 2022, il semble que le secteur de la construction ait encore de beaux jours devant lui. L'indice de confiance du secteur continue de frôler des records historiques, les carnets de commandes sont pleins. Cette reprise pourrait cependant être perturbée par la hausse des prix et les contraintes liées à la main d'œuvre qui commence à constituer un vrai frein à la production.*

Royaume-Uni

Inflation britannique en septembre : (léger) pas en arrière pour mieux rebondir, la BoE hausse le ton avant sa réunion cruciale de novembre

Le taux d'inflation des prix à la consommation (indice CPI) s'est légèrement replié en septembre, passant de 3,2% à 3,1% sur un an (à rapprocher des anticipations de stabilisation à 3,2%). L'indice enregistre une hausse de 0,3% sur le mois (contre 0,4% anticipé). Cette modération du taux d'inflation semble liée à la baisse du taux d'inflation dans le secteur de la restauration et l'hôtellerie où il passe de 8,6% à 5,1%, un rythme toujours historiquement très élevé. Dans une bien moindre mesure, une autre contribution négative a été apportée par les prix du textile et des chaussures où le taux d'inflation recule de 1,3% à 0,6%, un plus bas depuis avril (il convient toutefois de noter que la série affiche une forte volatilité). Dans toutes les autres composantes de l'indice CPI, on constate soit une stabilisation du taux d'inflation, soit une remontée. C'est notamment le cas du secteur du transport où les prix accélèrent à 8,4% sur un an, ce qui est un plus haut depuis avril 2011. On observe également la poursuite de l'accélération des prix de biens d'équipement aux ménages où le taux d'inflation passe de 3,7% à 4,5%, un plus haut depuis février 2012. Le taux d'inflation des biens dans leur ensemble progresse

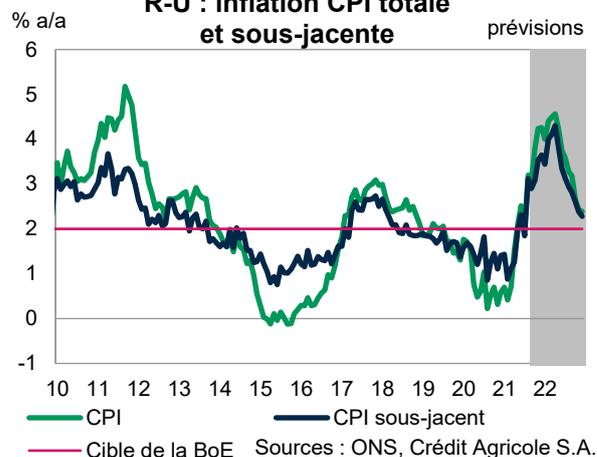
de 3,3% à 3,4% (un plus haut depuis décembre 2017), porté par une nouvelle accélération des prix de l'énergie (à 9,5% sur un an, après s'être stabilisé à 9,3% en juillet et en août) à la faveur d'une hausse du cours du pétrole. Le cours du Brent exprimé en livres sterling a rebondi de 5,7% sur le mois de septembre. Son taux d'inflation, qui a augmenté à 72% après quatre mois de baisse consécutifs, est surtout amplifié par des effets de base liés à la baisse du cours en septembre 2020. En plus de l'énergie, les prix dans le secteur alimentaire ont également accéléré avec un taux d'inflation passant de 0,9% à 1,3% sur un an. L'inflation sous-jacente mesurée par l'indice CPI hors énergie, produits alimentaires, alcool et tabac baisse de 3,1% à 2,9%, tout en restant à un niveau bien supérieur à la moyenne qui prévalait sur la première moitié de l'année (1,5%). Cette modération de l'inflation sous-jacente reflète une baisse du taux d'inflation dans les services qui passe de 3% à 2,6%, principalement dû à un léger retrait du taux d'inflation des services de loisirs depuis des niveaux très élevés (de 5,9% en août à 4,3%, toujours un rythme historiquement élevé).

R-U : inflation des biens et des services



Sources : ONS, Crédit Agricole S.A.

R-U : inflation CPI totale et sous-jacente



Sources : ONS, Crédit Agricole S.A.

Notre opinion – La très légère baisse du taux d'inflation en septembre (-0,1 point de pourcentage) est due presque exclusivement à une contribution négative (-0,38 pp) de la part du secteur de la restauration et de l'hôtellerie, que des hausses dans les autres secteurs parviennent à quasiment compenser. Les prix dans ce secteur ont certes quelque peu reculé sur le mois (-0,3% après une hausse de 1,3% en août), mais leur contribution négative est principalement due à la disparition du calcul du glissement annuel des effets de base liés à la mise en place temporaire du Eat-Out-to-Help-Out en août 2020 dans les cafés et les restaurants. En octobre, les prix dans ce secteur devraient accélérer à nouveau en raison du relèvement du taux de TVA (de 5% à 12,5%). Celui-ci sera par ailleurs rétabli à son niveau d'avant-crise à 20% en avril 2022.

La modération du taux d'inflation en septembre n'est donc pas le signe d'une inflexion durable, mais seulement une pause dans une tendance qui devrait rester résolument haussière à court terme. Dans nos prévisions, l'inflation CPI devrait dépasser 4% au T4-2021 (avec 4,3% atteints en décembre) et rester supérieure à 4% au cours de la première moitié de 2022, avec un pic prévu à 4,6% en avril 2022. L'énergie devrait rester son principal facteur de hausse, avec notamment l'augmentation de 10% des prix du gaz et d'électricité en octobre 2021 et une autre hausse probable au printemps 2022.

Un autre facteur de hausse de l'inflation courant 2022 sera l'inflation importée et notamment celle en provenance de l'UE, car le gouvernement britannique devra encore mettre en œuvre une série de contrôles douaniers sur ses importations qui ont été jusqu'à présent reportés. L'inflation des prix des biens, que l'appréciation de la livre sterling pourrait quelque peu atténuer, devrait donc continuer de monter. Les pressions sur les coûts dans la production devraient rester encore élevées au cours de l'année prochaine avec des goulets d'étranglement qui dureraient vraisemblablement encore un bon moment.

Sur le marché du travail, même si l'arrêt du dispositif de chômage partiel fin septembre devait avoir libéré une certaine quantité d'offre de main-d'œuvre, des poches de tensions sur les salaires devraient persister dans les secteurs le plus dépendants de la main-d'œuvre européenne.

Nos prévisions tablent toujours sur un fort recul du taux d'inflation au cours de la seconde moitié de 2022, mais il restera supérieur à la cible de 2% avec une moyenne de 2,5% prévue au T4-2022.

Dans ce contexte, que fera la BoE lors de sa réunion de politique monétaire le 4 novembre prochain ?

La probabilité d'une hausse de taux a rapidement augmenté cette semaine après des commentaires du gouverneur Andrew Bailey et du nouveau chef économiste Huw Pill. Le gouverneur A. Bailey a déclaré au cours du week-end dernier que la BoE « devra agir » pour contrer les pressions inflationnistes et s'est dit inquiet de la hausse des anticipations d'inflation à moyen terme. D'autres membres du MPC ont fait des commentaires nettement plus prudents (suggérant un MPC très divisé sur le calendrier de la première hausse de taux), mais les commentaires de Bailey ont été suffisants pour augmenter la probabilité d'un relèvement dès le mois de novembre. Les anticipations de marché tablent à présent sur une hausse du taux directeur à 0,25% en novembre, depuis son niveau actuel de 0,1%.

Les commentaires de Bailey ont été suivis par des commentaires un peu plus nuancés jeudi de la part du nouveau chef économiste Huw Pill au cours de sa première interview dans ce rôle. Il a confirmé que la BoE discutera de l'éventualité d'une hausse de taux de novembre. Sans divulguer comment il allait voter, il a dit que sa décision était « finement équilibrée ».

Jusqu'à présent, la communication officielle du MPC consistait à réaffirmer le caractère « temporaire » de la hausse de l'inflation, mais sa communication est devenue plus hawkish depuis août. Au-delà des facteurs transitoires et exogènes qui jouent sur le taux d'inflation, ce qui avait motivé ce changement de tonalité est l'amélioration sur le marché du travail depuis le début d'année. Selon ses prévisions d'août, la BoE ne prévoit plus de hausse du taux de chômage dans les prochains mois. Par ailleurs, certains membres avaient commenté le caractère persistant de certains facteurs de resserrement du marché du travail. Dans ses minutes du mois de septembre, la BoE était allée jusqu'à ouvrir la voie à une éventuelle hausse du taux directeur en novembre, possibilité à laquelle MM. Bailey et Pill semblent accorder une forte probabilité.

La décision de la BoE le 4 novembre prochain s'annonce donc difficile. Nous continuons de penser qu'une hausse de taux en novembre serait prématurée et avons retenu une hausse de taux fin 2022 dans notre [scénario](#) central récemment publié. L'économie est en passe de ralentir fortement et la BoE devra réviser à la baisse ses prévisions de croissance, notamment celles de la consommation des ménages. Les signes d'une modération de celle-ci s'accumulent avec la chute de la confiance du consommateur et la baisse continue des ventes au détail depuis avril (recul de 0,2% en septembre publié ce vendredi), baisse qui confirme un probable (et souhaitable) rééquilibrage en cours de la consommation vers les services au détriment des biens. Le pouvoir d'achat prendra un coup en raison de la hausse du taux d'inflation et du resserrement fiscal annoncé et à venir. La BoE devra prendre en compte les prochaines annonces du chancelier Rishi Sunak lors de son discours du 27 octobre prochain à l'occasion du budget qui devrait confirmer la fin du soutien et donner la priorité à l'assainissement des comptes publics, en dépit d'un déficit budgétaire moins élevé que prévu cette année.

Enfin, les anticipations d'inflation des ménages augmentent certes, mais sont toujours à des niveaux inférieurs à ceux d'avant crise. L'enquête de la BoE sur les anticipations d'inflation auprès des ménages montre une hausse des anticipations d'inflation à 2,2% au T3 pour les vingt-quatre prochains mois après 1,9% au T2, ce qui reste toutefois comparable à la moyenne des douze derniers mois (2,1%) et inférieur aux anticipations qui prévalaient au T4-2019 (2,9%). Les anticipations d'inflation de long terme (à cinq ans) ont aussi augmenté au T3 à 3%, après 2,7% au T2 et sont à rapprocher de 3,6% au T4-2019.

Pays émergents

Moyen-Orient et Afrique du Nord

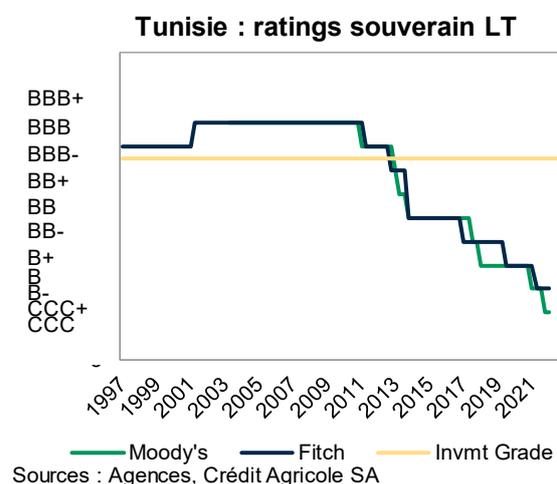
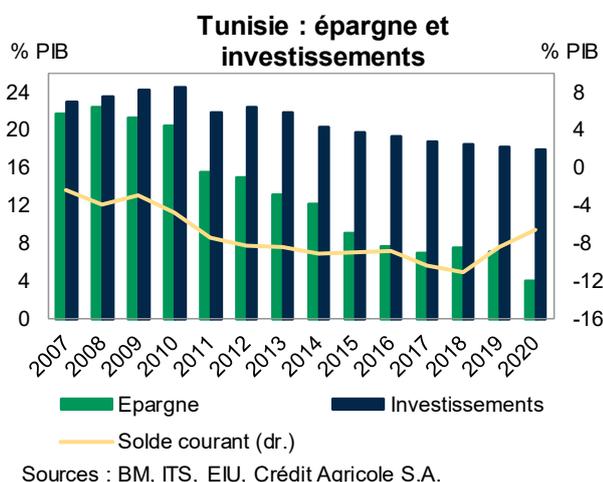
Tunisie : nouvelle chute préoccupante de l'épargne et baisse du rating Moody's à Caa1

Le taux d'épargne a encore chuté en Tunisie, passant de 7,2% du PIB en 2019 à 4% en 2020. Une baisse d'autant plus préoccupante que le PIB s'est lui-même contracté de 9,3% en raison de la récession. Cette nouvelle baisse à un taux très bas illustre la paupérisation des populations qui n'arrivent plus à épargner, compte tenu du chômage et de la crise et qui parfois surconsomme dans la crainte d'une forte inflation ou d'une dépréciation monétaire à venir. Les préoccupations des Tunisiens sont justifiées. Effectivement, la hausse du chômage de 17,4% fin 2020 à 17,9% en juin 2021 a contribué à paupériser les populations les plus fragiles, y compris cette année. L'inflation, de 5,6% en 2020, pourrait se stabiliser à 5% en 2021, un chiffre qui reste trop élevé en raison d'une croissance du PIB inférieure, une situation qui entraîne une baisse du pouvoir d'achat de la population. Le dinar est assez stable à 3,25 par euro, compte tenu de la politique défensive de la Banque centrale.

De leur côté, les entreprises et l'État, surendettés, ont beaucoup de difficulté à investir et ne peuvent plus servir de relais à la chute constatée de l'épargne depuis une dizaine d'années. Selon la Banque

centrale, l'épargne domestique ne couvre plus que 30% de la FBCF (formation brute de capital fixe). Le volume des investissements s'est contracté progressivement de 24% à 18% du PIB en dix ans, un chiffre très insuffisant pour un pays émergent. L'effondrement de l'épargne domestique l'oblige à recourir à des financements externes, alors que les marchés internationaux sont de plus en plus difficiles d'accès.

Parallèlement, à cette chute de l'épargne, l'agence Moody's a baissé le rating de la Tunisie à Caa1 et maintient une perspective négative sur cette notation. Pour les agences de rating, la catégorie triple C (ou Caa1 pour Moody's) est hautement spéculative, avec un risque de liquidité très marqué et un endettement maximal, qui pèse fortement *in fine* sur la solvabilité. Au-delà des critères purement économiques et financiers, l'affaiblissement des institutions fait aussi partie des critères ayant amené l'agence à baisser la notation. Après cette annonce, le coût de la prime de risque s'est détérioré à 871 points de base (8,7% pour les CDS cinq ans). Il n'était que de 500 pdb au début de l'année 2021, illustrant la forte détérioration de la perception du risque « Tunisie » au cours de l'année.



Notre opinion – La baisse de l'épargne était attendue et les espoirs de redressement en 2021 sont très ténus, compte tenu de la situation sociale qui se détériore toujours. La pression exercée sur la balance des paiements va donc persister car le pays cherche, avec difficulté, des liquidités en externe pour financer son déficit d'épargne. Le déficit courant, qui s'est contracté à 6,5% du PIB en 2020 en raison de la crise, pourrait se creuser à nouveau à 8% du PIB en 2021, un niveau beaucoup trop élevé pour un pays déjà surendetté.

Il faudra aussi peu compter sur la progression des investissements directs étrangers (IDE) pour financer le déficit courant, car ceux-ci sont assez modestes et attentistes, compte tenu de la situation de crise et de la nouvelle dégradation du rating du souverain dans une catégorie extrêmement basse. En ce qui concerne le secteur bancaire, la liquidité des banques reste toujours très médiocre avec un taux de dépôts sur prêts de 45%, mais elle est inchangée. En revanche, le taux d'intermédiation augmente encore : le ratio de crédit

sur PIB est passé de 112% en 2019 à 131% en 2020, faisant craindre une forme de surchauffe bancaire. Cela devrait accroître la demande de liquidité des banques auprès de la Banque centrale.

Au chapitre des bonnes nouvelles (elles sont rares), notons que le pays va sortir de récession cette année. La prévision de croissance est de 3,5%. Sous l'impulsion et le probable contrôle très étroit du président K. Saïed, le nouveau gouvernement de Mme Bouden – avec Samir Saïd comme ministre de l'Économie – devra donc relever ces lourds défis économiques et financiers dans les mois à venir. Il vient d'annoncer que renouer avec l'équilibre des finances publiques est sa priorité. L'équilibre externe est sans doute encore plus urgent à réaliser.

Afrique sub-saharienne

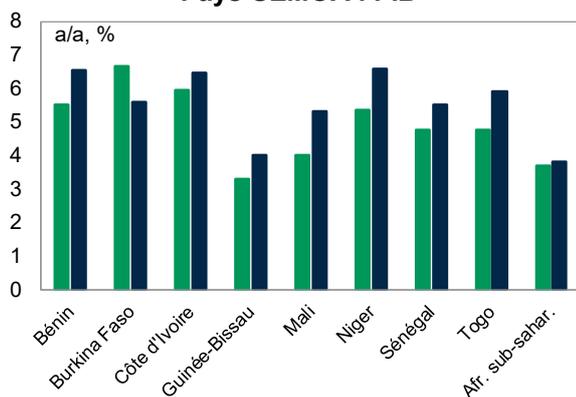
UEMOA et CEMAC : des trajectoires de croissance différentes pour 2021 et 2022

Les deux zones monétaires du franc CFA vont connaître en 2021 et l'an prochain des niveaux de croissance contrastés, selon les dernières prévisions actualisées du FMI.

Hormis le Mali et la Guinée-Bissau, les pays membres de l'UEMOA n'avaient pas connu de récession en 2020. Cette année, les pays du bloc connaissent le retour d'un rythme de croissance élevé, à plus de 5% pour la Côte d'Ivoire, le Bénin, le Niger et le Burkina Faso. Ces économies bénéficient d'une croissance supérieure au rythme moyen observé en Afrique sub-saharienne (3,4%). En 2022, cette tendance s'accroîtrait encore davantage, soulignant le dynamisme de la sous-région. Si les points de départ sont parfois bas, comme pour le Niger et le Burkina Faso, la tendance est néanmoins favorable et homogène entre les pays de la zone.

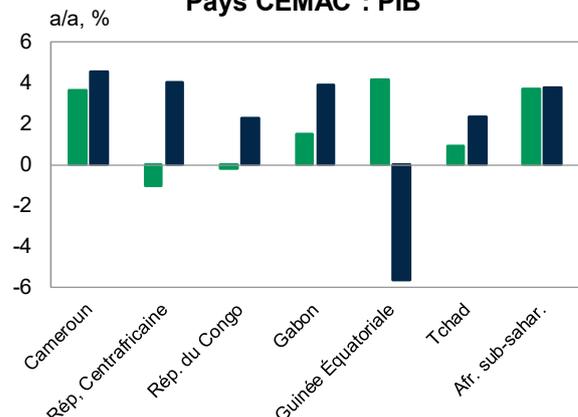
Au sein de la CEMAC, la tendance est à l'inverse beaucoup plus hétérogène. La croissance moyenne des pays membres se situerait pour cette année en-deçà de la moyenne africaine, malgré une récession plus marquée l'an dernier. Le Cameroun, qui représente 45% du PIB de la zone, devrait croître de 3,6% en 2021, puis de 4,6% l'an prochain. Pour la Guinée équatoriale, le retour à une croissance positive ne serait que temporaire grâce à l'achèvement de certains projets dans les hydrocarbures, et le pays devrait replonger en forte récession dès 2022. Mis à part pour ce dernier pays, l'année prochaine serait plus favorable pour les économies de la CEMAC, qui bénéficieraient d'une dynamique de reprise plus marquée, sans toutefois connaître un rythme comparable à celui observé en UEMOA.

Pays UEMOA : PIB



Sources : FMI, Crédit Agricole S.A. ■ 2021 ■ 2022

Pays CEMAC : PIB



Sources : FMI, Crédit Agricole S.A. ■ 2021 ■ 2022

Eswatini : la contestation ne faiblit pas dans le royaume

Petit pays d'Afrique australe de 1,3 million d'habitants, enclavé entre l'Afrique du Sud et le Mozambique, l'Eswatini (dénommé jusqu'en 2018 Swaziland) est la dernière monarchie absolue d'Afrique sub-saharienne. Alors que le régime du roi Mswati III est contesté, ces derniers mois ont été le théâtre de manifestations politiques d'une ampleur sans précédent pour le pays.

L'opposition parlementaire réclame une démocratisation du régime, en particulier *via* l'élection du Premier ministre. Des manifestations dans les deux principales villes du pays en juin ont dégénéré en émeutes et pillages et ont été réprimées par la police et l'armée. La contestation s'est depuis lors poursuivie et amplifiée, notamment face au rejet de toute réforme par le roi.

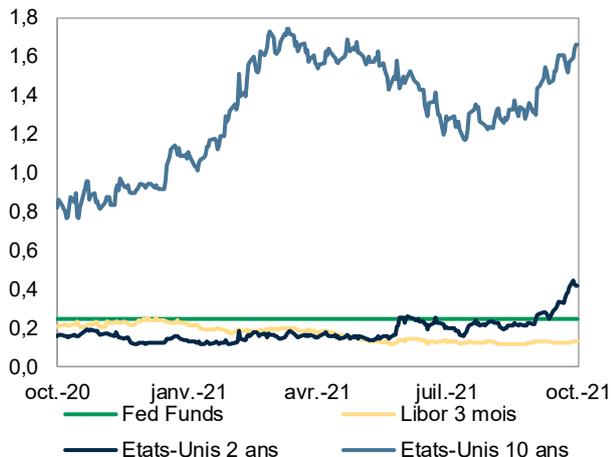
La convergence des revendications émanant des opposants politiques, des syndicats, des étudiants et des opérateurs de minibus privés ont donné lieu à de nouvelles mobilisations ces dernières semaines. Samedi dernier, alors que la contestation s'y accentuait, les autorités ont fermé pour une durée indéterminée toutes les écoles du pays.

Outre les tensions liées l'autocratie du régime et au train de vie luxueux du monarque – qui gouverne le pays depuis 1986 – les conséquences économiques de la pandémie ont exacerbé les fragilités sociales et affecté le secteur informel. L'Eswatini demeure largement dépendant de l'activité en Afrique du Sud, destination des deux tiers de ses exportations.

Tendances à suivre

Taux d'intérêt en dollar américain

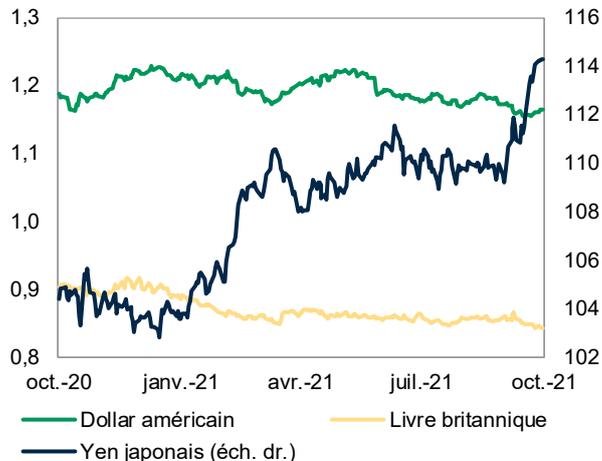
%, interbancaire (Londres) et souverains (États-Unis)



Source : Thomson Reuters

Taux de change des principales devises

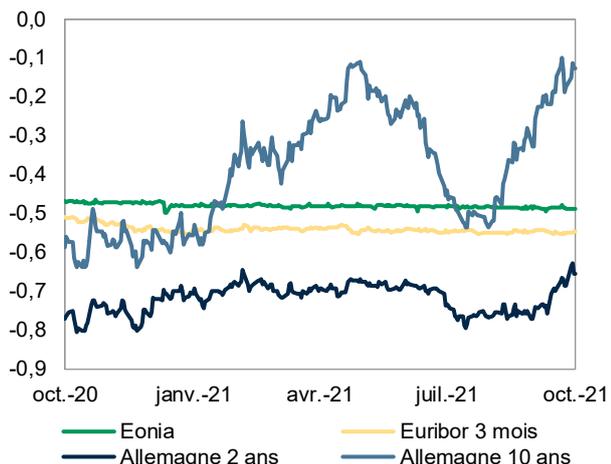
EUR/USD, EUR/GBP et USD/JPY



Source : Thomson Reuters

Taux d'intérêt en euro

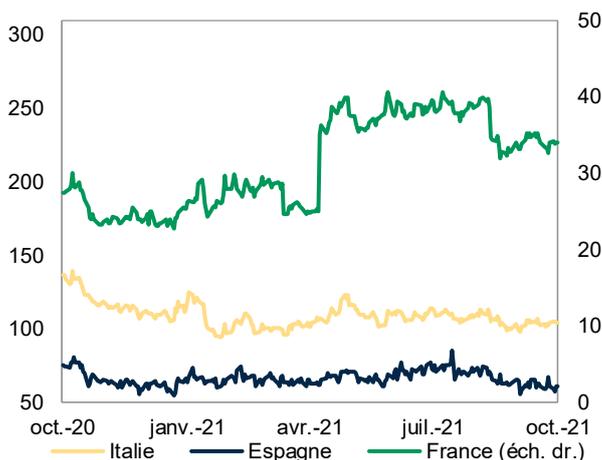
%, interbancaires (Londres) et souverains (Allemagne)



Source : Thomson Reuters

Spreads souverains européens avec le Bund

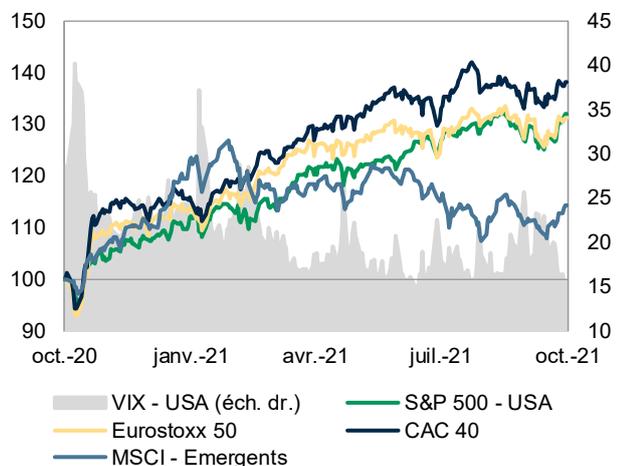
Pdb, dette en EUR à dix ans



Source : Thomson Reuters

Marché actions

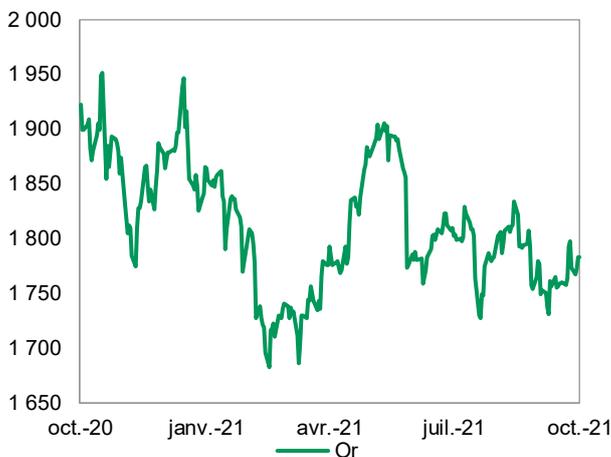
Indice boursiers (100 = début de période) et volatilité VIX



Source : Thomson Reuters

Cours de l'once d'or

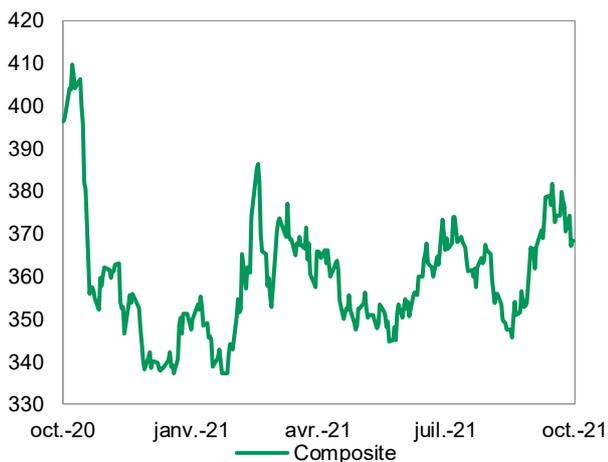
USD/Once troy (Londres)



Source : Thomson Reuters

Spreads souverains émergents avec le T-Bond

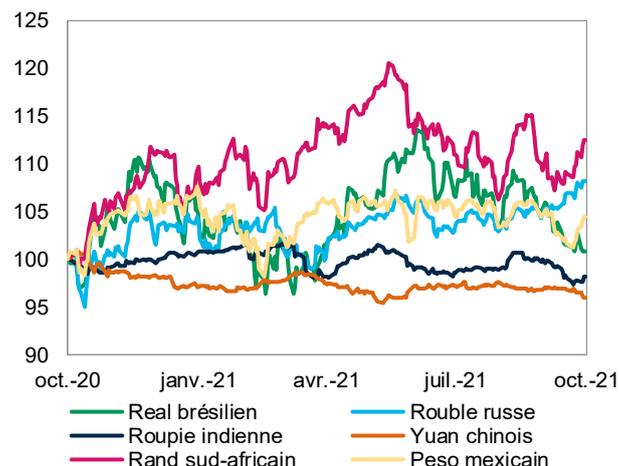
Indices EMBI+ (pdb, dette en USD de plus d'un an)



Source : JP Morgan

Devises émergentes

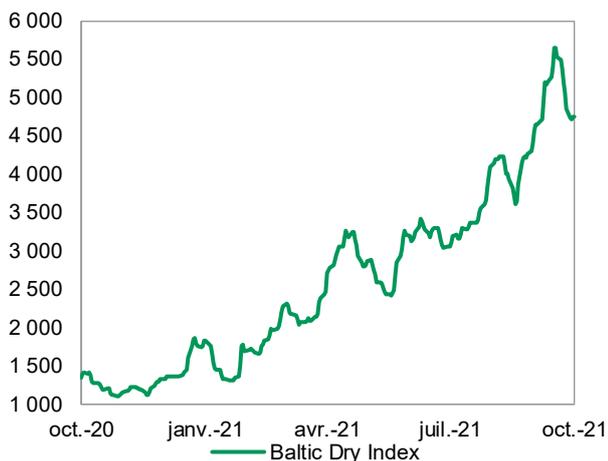
/USD (indice 100 = début de période)



Source : Thomson Reuters

Coût du transport maritime de vrac sec

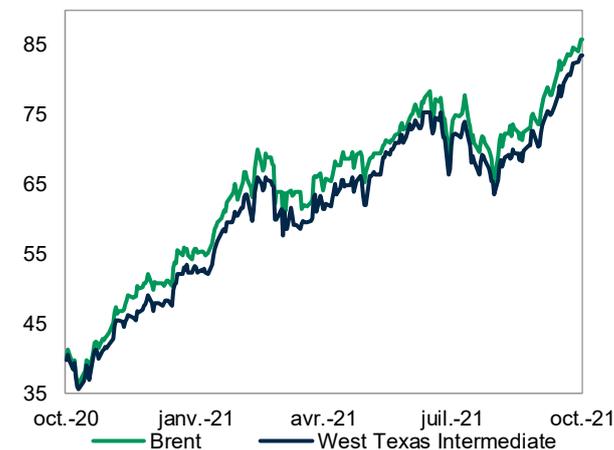
Baltic Dry Index (USD/point)



Source : Baltic Exchange

Cours du baril de pétrole brut en USD

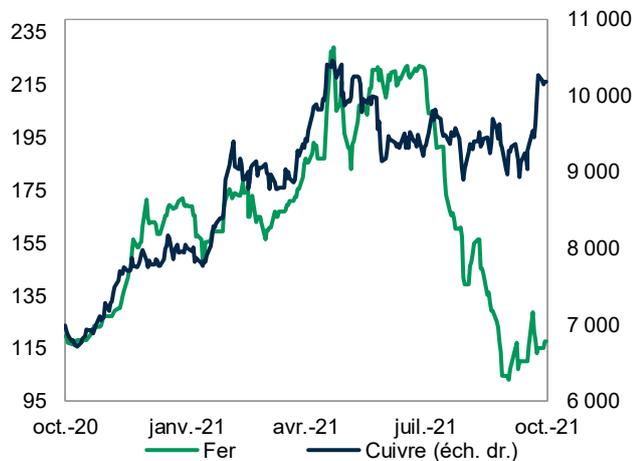
Brent (mer du Nord) et WTI (golfe du Mexique)



Source : Thomson Reuters

Cours des métaux

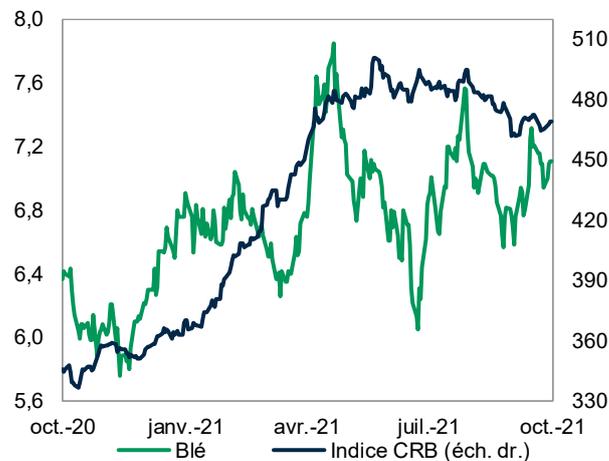
USD/tonne métrique



Sources : Steel Home, London Metal Exchange

Agriculture

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



Sources : USDA, CRB

Consultez nos dernières parutions en accès libre sur Internet :



Monde – Scénario macro-économique 2021-2022 – 5 octobre 2021

[Qui de l'œuf ou de la poule...](#)

Date	Titre	Thème
21/10/2021	Les piliers tremblent en Europe centrale	PECO
20/10/2021	Royaume-Uni – Scénario 2021-2022 : la reprise est en nette perte de vitesse	Royaume-Uni
19/10/2021	Espagne – La dépense sociale très présente dans le budget 2022	Espagne
19/10/2021	Asie émergente – Le FMI toujours plus pessimiste sur les perspectives de croissance	Asie
15/10/2021	Monde – L'actualité de la semaine	Monde
15/10/2021	Géo-économie – Les nouveaux chemins des routes de la soie	Géo-économie
14/10/2021	Espagne – Scénario 2021-2022 : redressement de l'économie plus lent qu'ailleurs	Espagne
14/10/2021	Allemagne – Scénario 2021-2022 : une reprise perturbée par les pénuries et difficultés d'approvisionnement	Allemagne
14/10/2021	En Inde, la politique gagne les révoltes paysannes	Inde
13/10/2021	Ukraine – Lente progression vers le niveau d'avant-crise	PECO
12/10/2021	Zone euro – Consommation et investissement des ménages en hausse au T2, les entreprises commencent à se désendetter	Zone euro
08/10/2021	Monde – L'actualité de la semaine	Monde

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 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.