

Perspectives

Hebdomadaire – N°21/365 – 19 novembre 2021

MONDE – L'actualité de la semaine

☞ Vers une divergence des politiques monétaires ?.....	2
☞ Le bon et le mauvais de la dernière revue de stabilité financière de la BCE.....	3
☞ France : légère hausse du taux de chômage au troisième trimestre	4
☞ Zone euro : les immatriculations d'automobiles continuent de reculer.....	4
☞ Allemagne, Pays-Bas, Autriche: la recrudescence épidémique impose de nouvelles mesures	5
☞ Italie : reprise dans la construction.....	6
☞ Espagne : la réforme des retraites avance	6
☞ Asean : la très longue route de la reprise.....	8
☞ Qatar : prix et volumes du gaz en hausse et fin de l'embargo soutiennent la croissance	10
☞ Sénégal : la croissance pourrait marquer le pas au troisième trimestre	11

Vers une divergence des politiques monétaires ?

Christine Lagarde a rappelé lors de son audition devant la Commission européenne cette semaine qu'un relèvement des taux directeurs de la BCE en 2022 restait « très improbable » et serait « contre-productif ». Elle a en outre annoncé que les conditions de la fin du PEPP en mars et les éventuelles modifications de l'APP (le programme plus traditionnel d'achat d'actifs par la BCE) seraient précisées lors de la réunion de politique monétaire du mois de décembre tout en ajoutant que la BCE devrait continuer à soutenir la reprise de l'économie dans la zone euro. Elle a également souligné que la hausse récente de l'inflation restait temporaire et que les prévisions d'inflation restaient inférieures à l'objectif désormais symétrique de 2% à moyen terme. Les conditions d'un resserrement monétaire ne sont donc pas réunies en zone euro. Ainsi, c'est un ton particulièrement accommodant qui a été adopté par la présidente de la Banque centrale européenne alors que la Fed et la BoE (*Bank of England*) s'apprêtent à resserrer leur politique monétaire. La Réserve fédérale entame ce mois-ci une réduction du rythme de ses achats d'actifs de 10 milliards de dollars par mois avant d'envisager de possibles hausses des taux directeurs à partir du deuxième semestre de 2022. De son côté, la BoE semble privilégier une hausse des taux directeurs attendue dans les prochains mois. On observe ainsi des divergences dans le discours des différentes grandes banques centrales alors que l'inflation accélère de façon plus ou moins marquée.

En réaction, l'euro s'est déprécié face au dollar, perdant 0,8% sur une semaine à 1,13 USD. La baisse est encore plus prononcée face à la livre sterling puisque l'euro perd 1,4% à 0,84 GBP. Les marchés obligataires ont quant à eux réagi insensiblement, le taux du *Bund* à 10 ans perdant 3 points de base à -0,28% tandis que le taux d'intérêt sur les *Treasuries* américains à 10 ans atteint 1,57%, une légère hausse de 2 points de base sur une semaine.

Rappelons toutefois que l'inflation est particulièrement élevée aux États-Unis à plus de 6% sur un an au mois d'octobre et que l'ampleur des mesures de soutien mises en place depuis le début de la crise a entraîné une forte reprise de la demande et une surchauffe de l'économie américaine. Les données publiées cette semaine confirment d'ailleurs le dynamisme de l'activité et semblent justifier la mise en place du *tapering*. En effet, du côté industriel, la production manufacturière a progressé de 1,2% en octobre, une croissance supérieure aux attentes. Les enquêtes de la Fed de Philadelphie et de New York ont également progressé en novembre par rapport au mois précédent et restent nettement supérieures à leurs niveaux historiques et au-dessus des niveaux attendus par les investisseurs. En particulier, les

composantes sur l'activité prévue, les carnets de commandes et les embauches futures progressent, indiquant un certain optimisme sur l'activité des prochains mois malgré une inflation encore prévue à la hausse. La croissance des ventes au détail a également accéléré en octobre à +1,7% sur un mois, confirmant la vigueur de la demande outre-Atlantique, demande soutenue principalement sur les biens.

Le S&P 500 a ainsi progressé de 0,5% sur la semaine tandis que le CAC 40 gagnait 0,7% ; il a battu à plusieurs reprises ses records historiques depuis le début du mois.

Sur le plan sanitaire, la résurgence épidémique en Europe pousse de nouveau les gouvernements à reconsidérer des mesures préventives pour éviter la saturation hospitalière et des confinements partiels voire complets réapparaissent ici et là. La question de l'intensification des campagnes vaccinales pour les personnes les plus à risques ressurgit.

Éditorial

Le bon et le mauvais de la dernière revue de stabilité financière de la BCE

Des bonnes nouvelles...

La bonne nouvelle qui ressort de la dernière revue de stabilité financière de la BCE est que les risques directement liés à la pandémie sont en baisse et surtout que les risques extrêmes ont été évités.

Les indicateurs de stress financier à court terme ont atteint des niveaux historiquement bas. La dispersion de l'activité induite par la pandémie entre pays membres de la zone euro et entre secteurs est encore élevée mais en voie de réduction et une convergence est visible, avec un retard dans l'expansion de l'activité limitée à peu de secteurs.

Le risque d'insolvabilité du secteur privé lié à la montée de la dette contractée suite à la pandémie est plus faible qu'initialement anticipé.

Les défaillances d'entreprises peuvent encore monter, mais pas au niveau craint au début de la phase de confinement. Le secteur bancaire européen a pu continuer à se délester des créances douteuses et litigieuses pendant la crise de la Covid et leur niveau est maintenant inférieur à celui d'avant la grande crise économique et financière.

Les ménages de la zone euro sont en train de transformer progressivement leur excès d'épargne en investissement en actifs non liquides, soutenant ainsi l'investissement en logement outre la consommation. Néanmoins les ménages à revenus faibles continuent de montrer une forte dépendance au soutien public. En dépit d'évolutions des prix immobiliers à des rythmes proches de ceux d'avant la crise de 2008 dans certains pays, les conditions financières restent bien plus favorables et les vulnérabilités identifiées dans les bilans des ménages bien inférieures à celles de la grande crise économique et financière. Malgré un niveau de dettes élevé, le service de la dette pèse bien moins sur leur revenu et la part croissante des prêts à taux fixes limite la vulnérabilité à une remontée des taux d'intérêt.

... mais aussi des mauvaises

L'apparition de nouveaux risques liés à la pénurie de biens intermédiaires obscurcit l'horizon du côté de l'offre, limitant les capacités de rebond et de convergence de certains secteurs et freinant la croissance. La remontée de l'inflation fait peser quant à elle un risque baissier sur la demande. Si elle devait s'annoncer plus persistante et entraîner une réaction plus précoce des banques centrales, l'élargissement de l'écart critique entre taux d'intérêt et taux de croissance de l'économie viendrait mettre fin à l'environnement actuel de taux réels très bas, favorable à la soutenabilité des dettes publiques et privées.

Cet environnement de taux faibles a aussi favorisé la montée du risque dans le secteur immobilier, sur les marchés financiers et dans le secteur financier non bancaire.

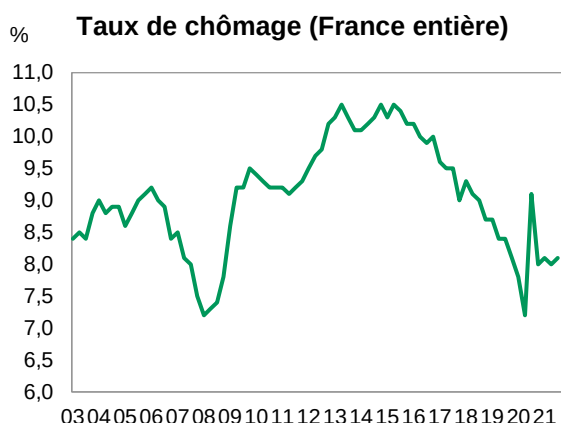
Déclin des risques à court terme, mais remontée des vulnérabilités à moyen terme : le changement de perspective de la politique économique

C'est donc sur ces vulnérabilités de moyen terme que les différentes autorités de supervision et de régulation doivent recentrer leur action avec une attention particulière à la remontée des coussins contracycliques dans les pays où le risque lié au marché immobilier est plus élevé ainsi que par une approche macroprudentielle plus holistique pour remédier aux vulnérabilités du secteur financier non bancaire.

Zone euro

France : légère hausse du taux de chômage au troisième trimestre

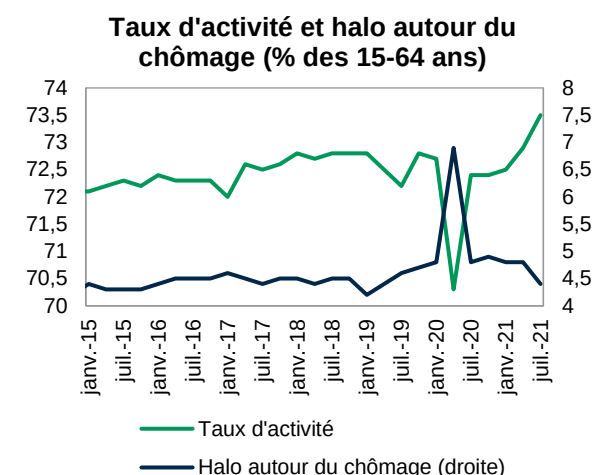
Le taux de chômage en France entière s'établit à 8,1% au troisième trimestre, en hausse de 0,1 point après 8,0% au T2. En France métropolitaine, la hausse est similaire, le taux de chômage passant de 7,8% à 7,9% au T3, un niveau similaire à celui du T4 2019, dernier trimestre d'activité « normale » avant la crise sanitaire.



Sources : Insee, Crédit Agricole SA ECO

Cette quasi-stabilité s'explique par des embauches toujours dynamiques au troisième trimestre. Le nombre d'emplois salarié dans le secteur privé a

d'ailleurs dépassé son niveau d'avant-crise depuis le deuxième trimestre et a continué à progresser au T3 bien qu'à un rythme plus modéré. En parallèle, la population active a fortement augmenté et atteint un sommet historique avec un taux d'activité à 73,5% chez les 15-64 ans. Par conséquent, le nombre de personnes dans le halo autour du chômage diminue nettement.



Sources : Insee, Crédit Agricole SA ECO

Notre opinion – Le marché du travail reste bien orienté en France. Le taux de chômage est stable par rapport à avant la crise, confirmant l'efficacité des mesures de soutien mises en place depuis mars 2020. En outre, les embauches sont toujours dynamiques et la population active continue à augmenter, dépassant même son niveau d'avant-crise et atteignant son plus haut niveau depuis la création de la série (en 2003).

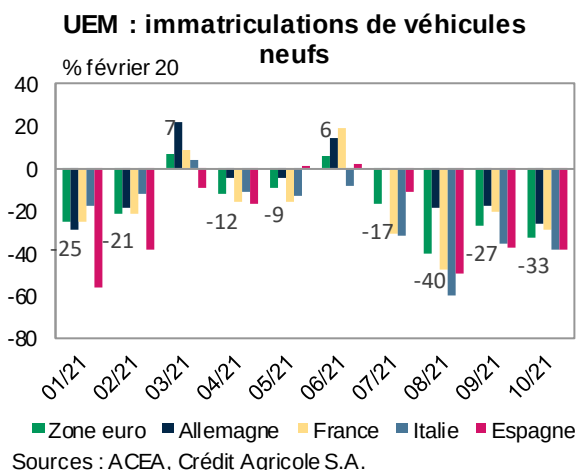
L'emploi ayant déjà dépassé son niveau d'avant-crise depuis deux trimestres, il a redémarré plus vite que l'activité économique qui restait 0,1% inférieure à son niveau d'avant-crise au T3. Nous nous attendons donc à un ralentissement du rythme des créations d'emplois. Le taux d'activité ayant déjà dépassé son niveau d'avant-crise, le ralentissement des embauches ne devrait pas pour autant entraîner de hausse marquée du taux de chômage car la croissance de la population active devrait également ralentir. En outre, malgré la reprise progressive des procédures de défaillances d'entreprises, les destructions d'emplois devraient rester limitées.

Zone euro : les immatriculations d'automobiles continuent de reculer

Les immatriculations de véhicules neufs en zone euro ont reculé pour le quatrième mois consécutif en octobre pour atteindre un volume de 554 750 unités. En variation annuelle, les ventes de véhicules ont chuté de 31,5% dans l'ensemble de la zone. La décomposition par pays signale également des baisses à deux chiffres dans les quatre grands pays. L'Italie et l'Allemagne accusent les chutes les plus importantes avec respectivement -35,7% sur un an et -34,9%, mais la France et l'Espagne enregistrent également des baisses particulièrement marquées de respectivement -30,7% et -20,5%.

Les ventes de véhicules neufs continuent d'être très en-deçà de leur niveau d'avant-crise (-33%) en dépit d'une très ponctuelle amélioration en début d'année. L'Italie et l'Espagne affichent des ventes inférieures de 38% à ce qu'elles étaient avant-crise tandis que pour la France et l'Allemagne les pertes sont moindres mais néanmoins conséquentes de -29% et -26%. Si la production industrielle s'est particulièrement redressée durant l'année, seul le secteur automobile demeure encore dans une situation particulièrement délicate.

✓ **Notre opinion** – Les ventes de véhicules neufs continuent de reculer à un rythme inquiétant au mois d'octobre. Toutefois, les commandes dans le secteur automobile ne sont pas catastrophiques mais la production continue d'endurer les problèmes de pénuries de composants électroniques et autres produits intermédiaires particulièrement affectés par les perturbations des chaînes de valeur mondiales.



👉 Allemagne, Pays-Bas, Autriche: la recrudescence épidémique impose de nouvelles mesures

Avec un nombre d'infections supérieur à 340 pour 100 000 habitants, l'épidémie de coronavirus repart de façon exponentielle en Allemagne, obligeant le gouvernement à instaurer de nouvelles mesures restrictives pour endiguer la propagation du virus. La réunion entre la chancelière sortante et les seize représentants des Länder a ainsi abouti à la mise en place de nouvelles règles plus strictes notamment pour les personnes non vaccinées. La principale mesure réside dans des restrictions progressives en fonction du taux d'hospitalisations dans les régions. Si le taux d'hospitalisations dépasse 3 pour 100 000 habitants sur les sept derniers jours dans une région, alors seules les personnes vaccinées ou guéries pourront accéder aux restaurants, bars, hôtels, lieux culturels ou participer à des concerts et spectacles. C'est ce qu'on appelle la règle dite des 2G. À partir d'un taux d'hospitalisations de 6, il sera en plus demandé à ces mêmes catégories de personnes de présenter un test négatif pour accéder à ces lieux. Au-delà d'un seuil de 9, les États fédéraux pourront également utiliser d'autres mesures plus restrictives encore. Outre la mise en place de ces critères, ils ont également convenu de l'obligation vaccinale pour le personnel des hôpitaux, des établissements de soins et maisons de retraites. À cela s'ajoute l'obligation du port du masque dans les transports en

commun et ferroviaire et la présentation d'un justificatif de vaccination, de guérison ou de test négatif pour accéder à ces lieux (règle dite des 3G). De surcroît, la règle dite des 3G s'impose dorénavant pour la présence sur le lieu de travail avec un contrôle laissé à la charge des employeurs. Par ailleurs, un accent particulier a été mis sur la nécessité de relancer la campagne vaccinale et d'accélérer le déploiement de 25 millions de doses de rappel.

Aux Pays-Bas, le gouvernement de Mark Rutte a annoncé un confinement partiel pour trois semaines avec une fermeture anticipée des bars, restaurants et supermarchés à 20h et une fermeture des commerces non-essentiels à 18h. Les événements sportifs verront le nombre de spectateurs limités et les entreprises devront privilégier autant que possible le télétravail.

Le chancelier conservateur autrichien, Alexander Schallenberg, a finalement décidé d'un confinement généralisé pour une durée de 20 jours à compter du 22 novembre sans distinction de statut vaccinal et a de surcroît annoncé l'obligation vaccinale à partir du 1^{er} février pour mettre un coup d'arrêt à l'épidémie.

✓ **Notre opinion** – L'aggravation de la situation sanitaire pousse les différents gouvernements à réagir rapidement et fortement pour éviter un confinement complet qui serait catastrophique pour la reprise économique. Le choix d'accentuer la pression sur les personnes non vaccinées est clairement privilégié dans la plupart des pays avec la nécessité de démontrer la possession de l'équivalent d'un « pass sanitaire » pour pouvoir se déplacer et accéder à un grand nombre de services. Une démarche qui s'accompagne partout d'une intensification des campagnes vaccinales des plus vulnérables. L'Autriche se distingue toutefois des autres pays en décrétant un confinement complet du pays et en voulant instaurer prochainement l'obligation vaccinale.

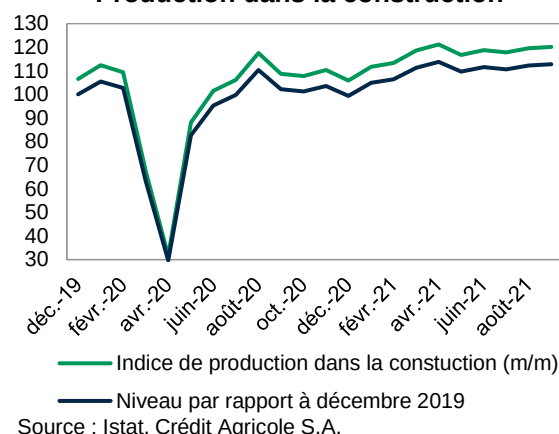
👉 Italie : reprise dans la construction

Les craintes sur un fort ralentissement dans la construction semblent se dissiper. L'indice de production dans le secteur a de nouveau augmenté en septembre de 0,5% d'un mois sur l'autre. Avec cette hausse, il enregistre son plus haut niveau depuis cinq mois. Sur le trimestre, la production dans le secteur de la construction progresse de 0,3% par rapport au trimestre précédent et cela malgré la baisse de juillet. Sur les neuf premiers mois de 2021, l'indice a augmenté de 27,6% par rapport à la même période en 2020 et de 12% par rapport à son niveau d'avant-crise.

Le secteur constitue l'un des moteurs de la reprise et devrait bénéficier davantage du plan de relance. Il n'en demeure pas moins qu'il reste parmi les secteurs les plus exposés à la hausse du prix des intrants. Les prix à la production de la construction pour les « bâtiments résidentiels et non résidentiels » ont ainsi augmenté de 4,9% en glissement annuel en septembre. Les enquêtes révèlent en outre une hausse des difficultés d'approvisionnement. En effet, 10,8% des entreprises identifient le manque de matériaux comme un obstacle à l'activité. Mais les problématiques liées à l'offre ne devraient que temporairement altérer la dynamique du secteur comme le faisait craindre le ralentissement en juillet. La progression observée au cours des premiers mois de l'année devrait

perdurer sous l'impulsion des incitations fiscales qui ont été prolongées en 2022. Le dispositif de Superbonus semble être maintenant entré dans une phase d'expansion et explique en grande partie l'accélération dans le secteur. Au 31 octobre, le nombre interventions liées au Superbonus était de 57 664 ce qui représente un montant cumulé de 9,7 milliards d'euros. L'entrée en vigueur du décret de simplification, dont les effets commencent à être visibles en septembre, devrait entraîner une nette accélération du nombre d'interventions liées au dispositif dont le nombre à augmenter de près de 22% en septembre.

Production dans la construction



👉 Espagne : la réforme des retraites avance

Les inconnues entourant le nouveau Mécanisme d'Équité Intergénérationnel (MEI), qui devrait participer à la soutenabilité du système de retraite et qui remplacera le Facteur de Soutenabilité (FS) introduit par le gouvernement du Parti Populaire (cf. [Espagne – Premiers pas vers une réforme des retraites](#), *Perspectives Europe* paru le 10 septembre 2021), commencent à s'éclaircir. Ce lundi même, les syndicats majoritaires CCOO et UGT – sans le soutien du patronat – ont scellé le pacte qui donne le feu vert à cet élément qui fait partie du premier bloc de la réforme des retraites. Le nouveau mécanisme, qui se compose de deux volets – la réactivation du Fonds de Réserve de la Sécurité sociale par une cotisation exceptionnelle entre 2023 et 2032 et des révisions tous les trois ans ensuite – sera intégré par un amendement au projet de loi de garantie du pouvoir d'achat des retraites et autres mesures visant à renforcer la viabilité du système, actuellement en discussion parlementaire.

Le MEI établit une contribution supplémentaire de 0,6% dont 0,5% à la charge de l'entreprise et 0,1% à la charge du travailleur, dans le but d'alimenter le Fonds de Réserve de la Sécurité sociale. C'est vraisemblablement la raison pour laquelle l'association patronale s'est retirée de l'accord, puisqu'elle devrait assumer un pourcentage plus élevé que le 0,4% initialement proposé. Selon le

ministre Escrivá, l'impact de la hausse serait faible : pour une assiette médiane de cotisations, d'environ 2 000 euros de salaire, la hausse de 0,6% signifierait une cotisation mensuelle de 12 euros : 2 euros seraient à la charge du salarié et 10 seraient à la charge de l'entreprise. Avec ces contributions, le gouvernement prétend cumuler environ 42Mds€ tout au long de la décennie 2023-2033. Cela permettrait, selon l'exécutif, de soutenir les fortes augmentations des dépenses pour la retraite des baby-boomers en 2030 et 2040. En effet, selon les prévisions du ministère, le nombre de départs à la retraite passerait de 300 000 personnes en 2021 à plus de 500 000 en 2040 pour ensuite redescendre à 300 000 en 2060.

Dans cette ligne, le nouveau MEI commencera à s'appliquer à partir de 2023 et sur une période de dix ans. À partir de 2033, si un écart dans la prévision des dépenses de retraite jusqu'en 2050 est constaté dans les rapports sur le vieillissement de la Commission européenne au regard du rapport 2024 (qui servira de référence), le Fonds de réserve sera utilisé, avec une limite annuelle de cession de 0,2% du PIB. S'il est insuffisant, le gouvernement négociera avec les partenaires sociaux pour son élévation. L'objectif sera d'arriver à une proposition équilibrée visant à réduire le pourcentage des dépenses de retraite par rapport au PIB ou à

augmenter le taux de cotisation ou d'autres formules alternatives pour augmenter les recettes. Si cela ne se produit pas, aucune mesure ne sera appliquée et

l'utilisation des ressources du fonds de réserve sera envisagée pour réduire les cotisations sociales ou améliorer le montant des retraites.

✓ Notre opinion – *Le MEI constitue une réponse aux garanties exigées par la Commission européenne, au cas où les mesures convenues jusqu'à présent ne parviendraient pas à contenir l'augmentation attendue des dépenses liées aux retraites au cours des 30 prochaines années. Le gouvernement a décidé d'agir via les recettes, en augmentant les cotisations des travailleurs et en laissant inchangé l'âge de départ à 67 ans. Le MEI remplace le facteur de soutenabilité inclus dans la réforme de 2013, qui réduisait la croissance de la pension initiale en raison de l'augmentation de l'espérance de vie et qui était appliqué de la même manière à toutes les générations. Contrairement à celui-ci, le MEI sera d'application contingente et temporaire.*

Pays émergents

Asie

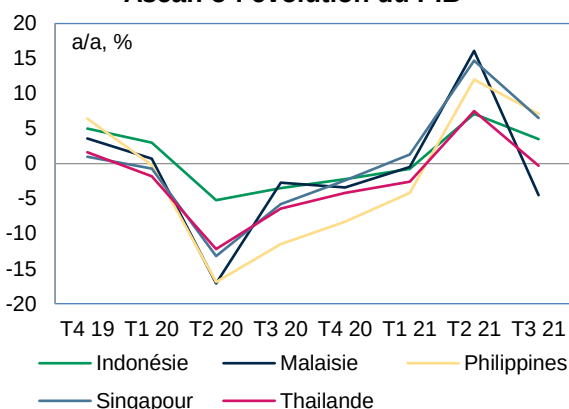
Asean : la très longue route de la reprise

À l'exception de Singapour et – dans une moindre mesure – de l'Indonésie, les pays de l'Asean (Association des nations de l'Asie du Sud-Est) sont encore loin de s'être remis de la crise qui les a durement frappés en 2020.

Au troisième trimestre, le spectre de la récession

Les chiffres de croissance du troisième trimestre 2021 ont ainsi de nouveau été marqués par le poids des restrictions liées à une nouvelle vague épidémique que ces pays – en particulier la Malaisie, les Philippines et la Thaïlande – ont dû affronter. Après un deuxième trimestre porté par un effet de base très puissant et un allègement des contraintes, le troisième trimestre a au contraire sonné comme un dur rappel à la réalité : celle d'un continent sous-vacciné, dans lequel la normalisation allait encore prendre du temps. Au point que la Malaisie et la Thaïlande enregistrent une contraction de leur activité (de respectivement -4,5% et -0,3% en g.a.).

Asean-5 : évolution du PIB



Depuis, le ciel s'est légèrement éclairci. D'une part, la vaccination progresse, particulièrement dans les pays les plus avancés de la zone : 93% de la population est vaccinée à Singapour, 78% en Malaisie, 65% en Thaïlande. De quoi enfin rouvrir les frontières au tourisme, après presque deux années blanches, et peut-être éviter un énième confinement, si pénalisant pour l'activité. L'Indonésie (48% de la population partiellement vaccinée) et les Philippines (30%, soit l'un des taux les plus faibles d'Asie) sont en revanche encore très en retard et demeurent pour l'instant fermées.

D'autre part, parce que l'Asean a enfin profité ces derniers mois de la hausse de la demande mondiale et a vu ses performances à l'exportation progresser significativement, avec des taux de croissance à deux chiffres – notamment en Indonésie et en Malaisie – portés par le rebond du prix des matières premières et la demande en appareils électroniques.

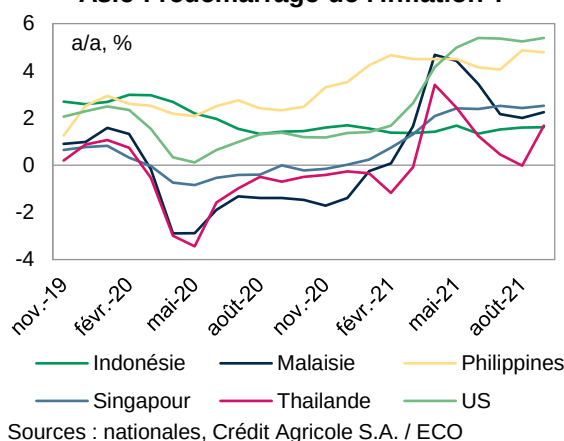
L'investissement se maintient aussi, en particulier en Indonésie et aux Philippines, ce qui signifie qu'il existe encore des réservoirs de croissance du côté de la consommation privée, qui devraient alimenter le soutien à l'activité en 2022. Encore faudra-t-il cependant que la situation sanitaire ne se dégrade pas d'ici là.

Resserrement monétaire : la course contre la montre ?

Autre contrainte qui risquerait de menacer la fragile reprise, l'inflation et les pressions qu'elle induit sur la conduite de la politique monétaire.

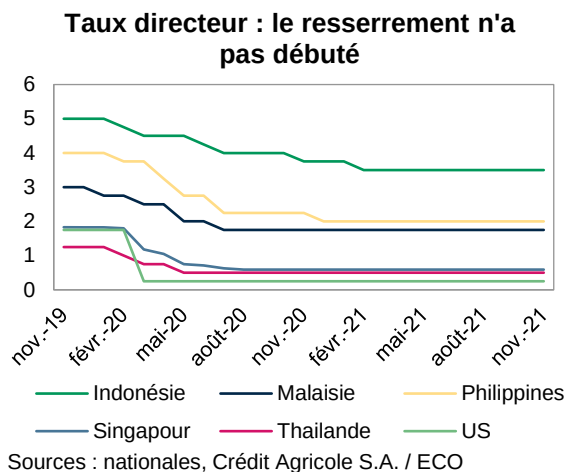
Comme le reste du monde, les pays de l'Asean sont confrontés à une accélération de l'inflation, qui passe notamment par les prix à la production et commence à se transmettre aux prix à la consommation. Deux pays semblent particulièrement vulnérables : les Philippines, un pays dans lequel les pressions inflationnistes sont traditionnellement plus hautes en raison d'une forte dépendance au prix du pétrole et d'une devise plutôt faible ; et la Thaïlande, un pays généralement très peu inflationniste mais dans lequel l'ajustement des prix se fait généralement par le change. Un phénomène renforcé en ce moment par l'absence d'entrées de devises liées à l'activité touristique. Le baht s'est ainsi déprécié d'un peu plus de 10% par rapport à janvier 2021.

Asie : redémarrage de l'inflation ?



Or, tous ces pays ont aussi largement utilisé de l'arme monétaire pour soutenir l'activité lors de la crise, en baissant leur taux directeur à plusieurs reprises, de 75 à 200 pb en cumulé suivant les pays. Pour l'instant, et alors que le resserrement monétaire a déjà commencé dans certains autres pays émergents, notamment en Amérique latine (Brésil, Mexique), les banques centrales asiatiques se sont encore achetées un peu de temps. Avec le risque de se retrouver piégées entre une accélération de

l'inflation, un resserrement de la politique monétaire américaine et une tension sur le change si la reprise ne se consolide pas en 2022. Un retour en arrière pour ces pays qui avaient tant fait pour muscler leur cadre monétaire après les dévastatrices crises asiatiques de la fin des années 1990.

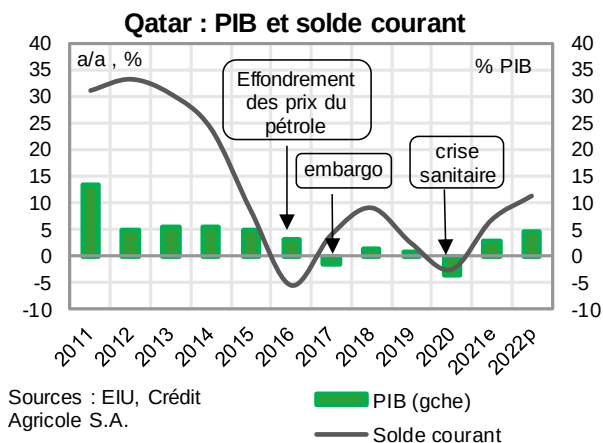


Moyen-Orient et Afrique du Nord

Qatar : prix et volumes du gaz en hausse et fin de l'embargo soutiennent la croissance

Après une année 2020 particulièrement douloureuse sur le plan économique, le Qatar se redresse progressivement grâce à une bonne maîtrise de la crise sanitaire, du redressement des volumes de gaz exportés et de la fin de l'embargo de la part des pays du Golfe.

Effectivement, le bilan de l'année 2020 avait été particulièrement difficile pour l'émirat qui a subi à la fois une récession de 3,6% due à la chute de la demande mondiale d'énergie, aux confinements successifs et à l'arrêt du tourisme qui représente 10% du PIB et 5% des recettes d'exportation. Parallèlement, la chute des recettes a entraîné un déficit courant de 2,5% du PIB. C'est une situation inédite pour le pays qui avait maintenu sa croissance en 2016 lors de la chute des prix des hydrocarbures ou *a contrario* avait gardé une balance courante excédentaire lors de l'embargo de 2017 (cf. graphique).



Profondément rentier et diversifié dans le tourisme, la crise a donc affecté les équilibres macro-économiques. Les déficits ont été en partie alimentés par le vaste plan de soutien public estimé à 13% du PIB et ont provoqué une hausse, totalement assumée par l'État, de l'endettement externe et public. La dette publique est ainsi passée de 67% à 89% du PIB entre 2019 et 2020.

La crise sanitaire est très maîtrisée depuis plus d'un an même si 10% de la population a été contaminée depuis le début de la pandémie. Avec un taux de

vaccination parmi les plus élevés au monde (77% avec deux doses) et un solide système de santé qui a fortement contenu le nombre de décès (0,3% des contaminés en moyenne), le pays a été en mesure d'assouplir récemment les conditions de voyage des résidents et des visiteurs et peut désormais envisager le redressement du secteur touristique.

Ne dépendant pas des quotas de l'OPEP en raison de sa production gazière et non pas pétrolière (le pays a quitté le cartel de producteurs de pétrole il y a trois ans, début 2019), les exportations de cette année ont bénéficié de la forte hausse de la demande en énergie et du redressement des volumes et des prix à 69 \$ par baril depuis le début de l'année. Ainsi, les exportations totales ont progressé de 57% sur les trois premiers trimestres de 2021 par rapport à 2020.

En 2021, la croissance du PIB est plus tirée par le secteur hors hydrocarbures que le secteur gazier et une croissance de 2,5% est envisageable. Le retour aux excédents courants s'est d'ores et déjà matérialisé au premier semestre (à plus de 4% du PIB) et devrait atteindre 6,8% du PIB en année pleine. La fin de l'embargo début 2021 pourrait également donner un léger regain de croissance même si les chiffres du commerce international avec les pays du Golfe ne montrent pas encore de mouvement significatif à la hausse.

La signature récente de plusieurs contrats de livraison de GNL à long terme avec des acheteurs asiatiques et l'organisation de la Coupe du monde de football en fin d'année 2022 vont donner un regain de croissance qui se concrétisera lors des prochains trimestres. Une hausse du PIB de plus de 4% est donc probable pour l'année 2022.

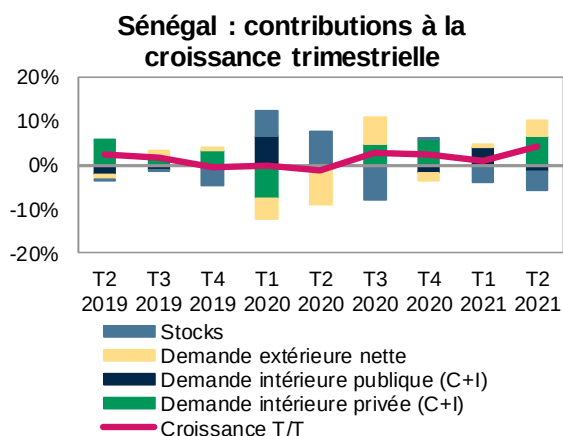
Sur le plan fiscal, la très forte hausse des recettes énergétiques va permettre de retrouver des excédents budgétaires d'au moins 4% du PIB cette année et sans doute assurer un début de désendettement de l'État et ce en dépit du soutien assuré auprès des nombreuses entreprises publiques et parapubliques en difficulté (notamment les compagnies aériennes) l'année dernière.

✓ Notre opinion – Une forme d'incertitude existe toujours, dans le cas du Qatar, sur la taille et la composition du fonds souverain QIA (ses ressources semblent sanctuarisées en période de crise et étaient estimées à 300 milliards de dollars avant la crise). Mais le redressement des bourses mondiales post-crise et la forte hausse du prix des actifs rassurent sur la capacité du Qatar à rester un important créancier net mondial compte tenu de sa nouvelle capacité à réduire à la fois sa dette publique et sa large dette externe (203 milliards de dollars).

Afrique sub-saharienne

Sénégal : la croissance pourrait marquer le pas au troisième trimestre

Alors que la croissance du Sénégal avait été de 4,2% au deuxième trimestre par rapport aux trois premiers mois de l'année, l'activité au T3 se serait contractée, d'après l'indice général d'activité du ministère de l'Économie. Le pays a notamment subi fin juillet le pic de sa troisième vague de Covid-19, ce qui a contraint l'activité.



C'est notamment le cas dans le secteur tertiaire (50% de l'activité du pays), mais celui-ci est tout de même en progression en septembre sur un an, à +8,5%. Le secteur secondaire était quant à lui en repli d'un mois sur l'autre en septembre, à cause de la forte contraction des activités extractives (-20,4% m/m). Il est néanmoins soutenu par la bonne dynamique industrielle : l'indice de la production industrielle progresse de 15% sur un an.

Du côté du commerce extérieur, le rattrapage des importations dépasse de loin la progression des exportations, creusant le déficit commercial. L'alourdissement de la facture pétrolière participe également à cette hausse des importations. Sur l'année 2021, le déficit du solde courant est attendu à plus de 10,6%. Les exportations d'or, en revanche, profitent au pays, et ont progressé de plus d'un tiers sur les sept premiers mois de l'année par rapport à 2020.

Le début de l'exploitation des hydrocarbures, repoussé à 2023, dopera les exportations du pays. Il s'agira par ailleurs d'un levier essentiel pour

stabiliser les finances publiques, la pandémie ayant jusque-là contraint la consolidation budgétaire nécessaire au gouvernement sénégalais.

Les marges de manœuvre du gouvernement sont en effet limitées. La dette publique atteint en 2021 plus de 60% du PIB, et le recours croissant à des emprunts non-concessionnels alourdit son service. Le paiement des intérêts sur la dette du gouvernement représente ainsi plus de 10% de ses revenus, d'après S&P. Le Sénégal a pris part à l'initiative de suspension du service de la dette (ISSD). Selon la Banque mondiale, le dispositif a permis au pays une économie temporaire, entre mai 2020 et la fin de l'année 2021, de 338 millions de dollars de liquidités, soit 1,5% du PIB. La fin du programme au 31 décembre prochain coïncidera donc avec une remontée du service de la dette pour le Sénégal. La progression de la contribution du secteur privé à la croissance du pays, qui constituait un axe important du 2^e Plan Sénégal Émergent (PSE II, 2019-2023), représente donc le facteur clé pour le retour vers les niveaux de croissance élevés ciblés.

Le contexte social et politique au Sénégal est par ailleurs relativement tendu. La pauvreté et la persistance d'un chômage des jeunes très élevé nourrissent le mécontentement social. La semaine dernière, la convocation au tribunal du candidat de la coalition d'opposition à la mairie de Dakar – pour les élections locales du 23 janvier prochain – a donné lieu à des affrontements entre des manifestants et la police, suite à l'interpellation pendant quelques heures de trois figures de l'opposition. Cet accès de tensions a fait craindre une réédition des émeutes meurtrières de mars dernier, qui impliquaient déjà les mêmes protagonistes. L'approche de ces élections déterminantes dans la perspective de la présidentielle de 2024 attise les tensions politiques, alors que le président Macky Sall n'a pas encore clarifié ses intentions. La constitution ne lui permet pas de briguer un troisième mandat.

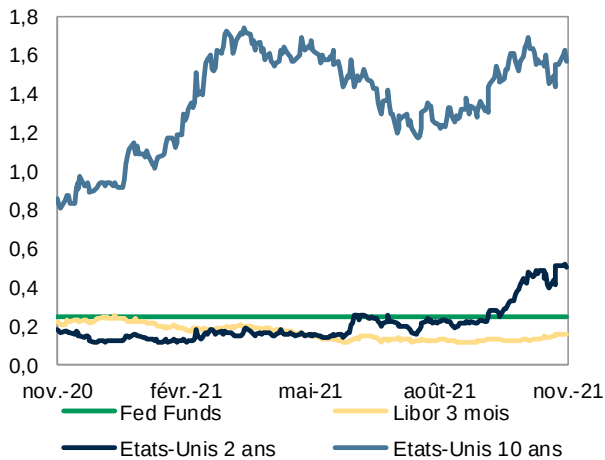
En 2020, le Sénégal avait enregistré une croissance positive, avec un accroissement de son PIB de 1,5%. Pour 2021, la croissance est attendue à 4,7% par le FMI, avant 5,5% en 2022.

✓ Notre opinion – Si le Sénégal a enregistré une croissance positive en 2020, l'expansion d'1,5% représentait néanmoins un coup d'arrêt à la dynamique enclenchée par les Plans Sénégal Émergent (PSE). Entre 2014 et 2018, la croissance annuelle moyenne atteignait en effet 6,6%. La normalisation du contexte global et l'essor du secteur pétrolier devrait permettre au pays de retrouver une dynamique favorable. La part importante du secteur tertiaire et la faible couverture vaccinale (7,5%) font néanmoins du facteur sanitaire un déterminant majeur de l'activité à moyen terme.

Tendances à suivre

Taux d'intérêt en dollar américain

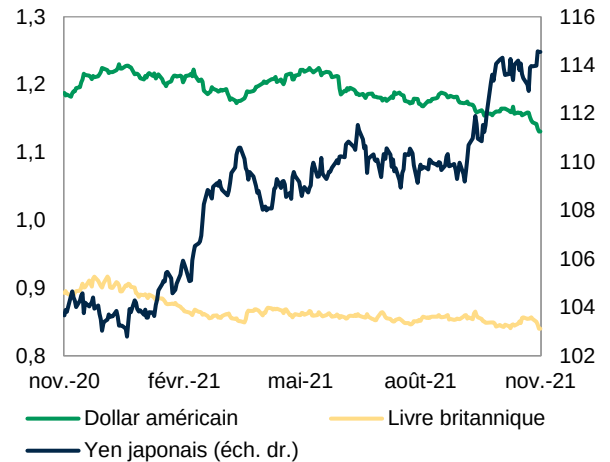
%, interbancaire (Londres) et souverains (Etats-Unis)



Source : Thomson Reuters

Taux de change des principales devises

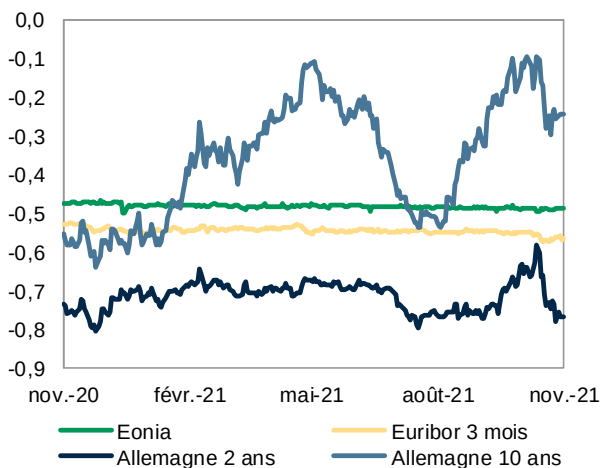
EUR/USD, EUR/GBP et USD/JPY



Source : Thomson Reuters

Taux d'intérêt en euro

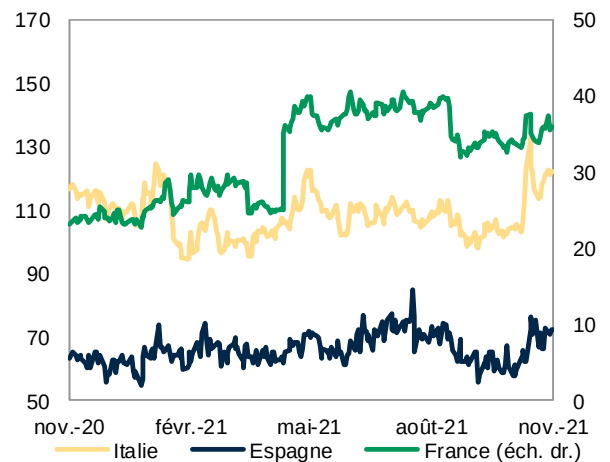
%, interbancaires (Londres) et souverains (Allemagne)



Source : Thomson Reuters

Spreads souverains européens avec le Bund

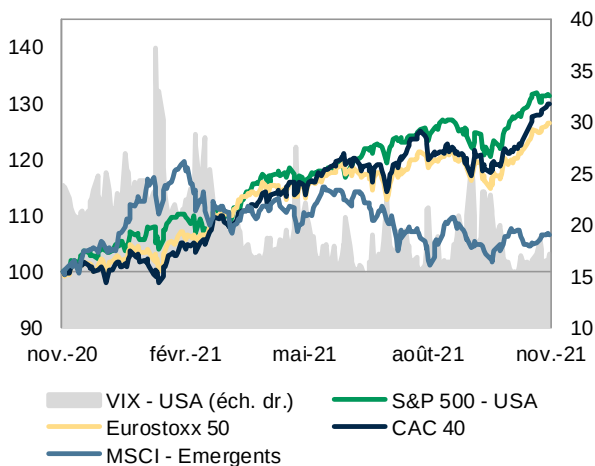
Pdb, dette en EUR à dix ans



Source : Thomson Reuters

Marché actions

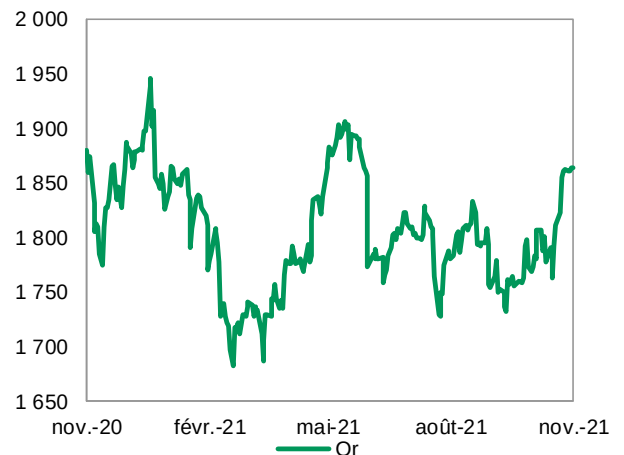
Indice boursiers (100 = début de période) et volatilité VIX



Source : Thomson Reuters

Cours de l'once d'or

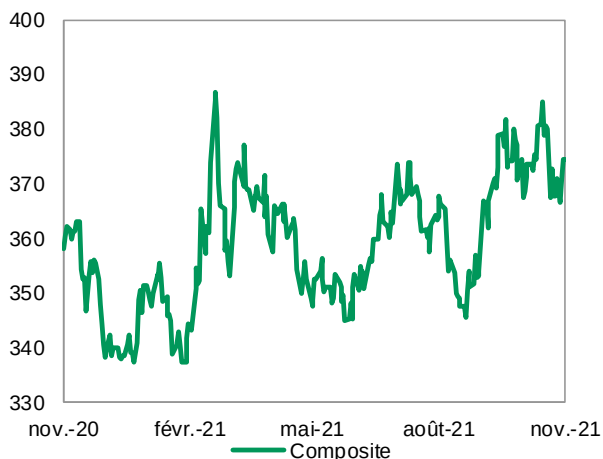
USD/Once troy (Londres)



Source : Thomson Reuters

Spreads souverains émergents avec le T-Bond

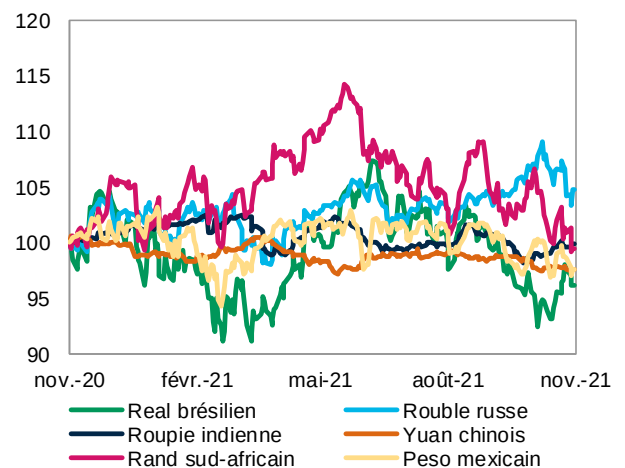
Indices EMBI+ (pdb, dette en USD de plus d'un an)



Source : JP Morgan

Devises émergentes

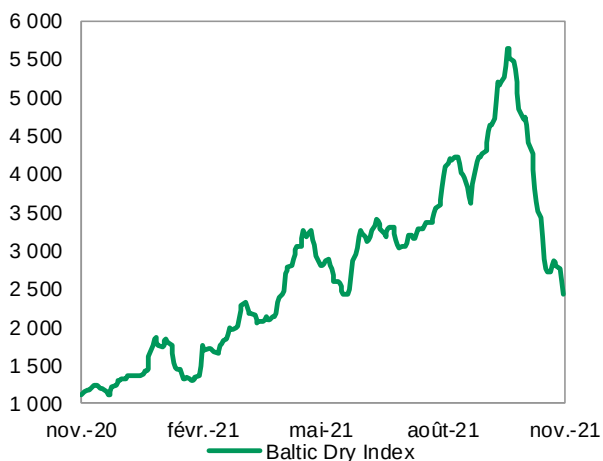
/USD (indice 100 = début de période)



Source : Thomson Reuters

Coût du transport maritime de vrac sec

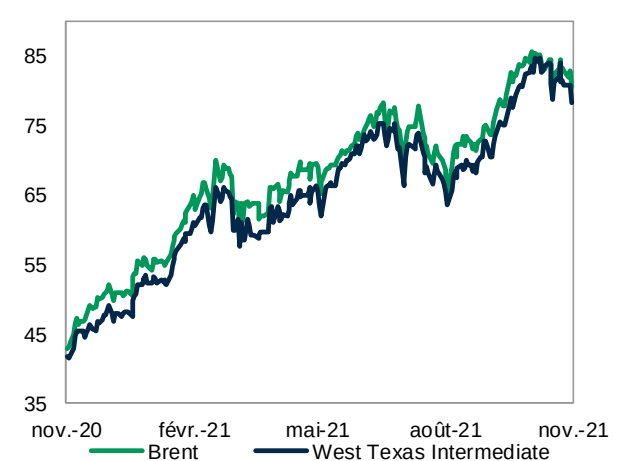
Baltic Dry Index (USD/point)



Source : Baltic Exchange

Cours du baril de pétrole brut en USD

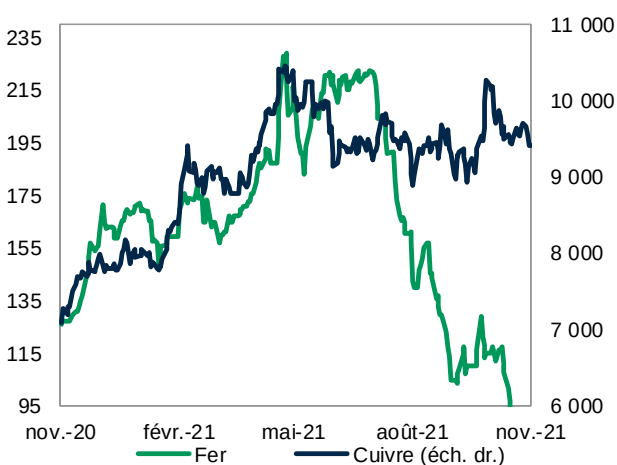
Brent (mer du Nord) et WTI (golfe du Mexique)



Source : Thomson Reuters

Cours des métaux

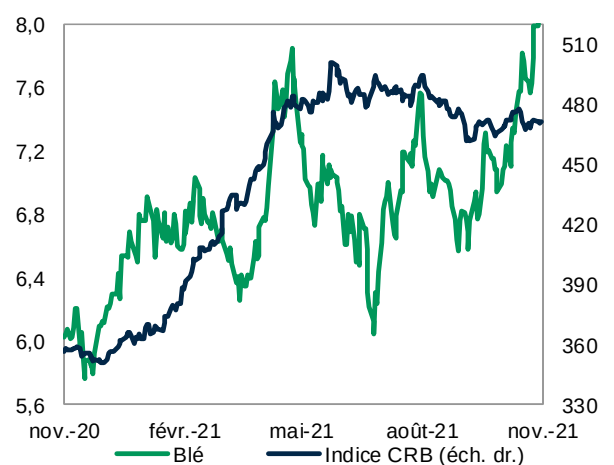
USD/tonne métrique



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
10/11/2021	<u>Pays émergents – Transition énergétique : bilan des émissions CO2 & premières analyses</u>	Pays émergents
09/11/2021	<u>Royaume-Uni – La BoE, partagée, a maintenu le statu quo en novembre</u>	Royaume-Uni
08/11/2021	<u>Pays développés – G1, G20, G18 : le retour du multilatéralisme se fait à petits pas</u>	Monde
05/11/2021	<u>Monde – L'actualité de la semaine</u>	Monde
04/11/2021	<u>Chine – Le problème immobilier ou la quadrature du cercle chinois</u>	Chine
03/11/2021	<u>Zone euro – Scénario 2021-2022 : une reprise brouillée par des déséquilibres temporaires</u>	Zone euro
03/11/2021	<u>Italie – Scénario 2021-2022 : une sortie de crise robuste</u>	Italie
03/11/2021	<u>Émergents – Et les jeunes ?</u>	Géo-économie
29/10/2021	<u>Monde – L'actualité de la semaine</u>	Monde
29/10/2021	<u>France – Conjoncture Flash PIB : le rebond mécanique a bien eu lieu</u>	France
27/10/2021	<u>La géopolitique des verrous</u>	Géo-économie
27/10/2021	<u>Allemagne – Un contrat de coalition se profile avec moins de difficulté que prévu</u>	Allemagne
26/10/2021	<u>Royaume-Uni – Inflation en septembre : (léger) pas en arrière pour mieux rebondir</u>	Royaume-Uni
26/10/2021	<u>UE – La BCE clarifie sa stratégie face à la montée de l'inflation</u>	Zone euro
25/10/2021	<u>France – Quelles tendances pour la consommation au-delà du rebond mécanique en cours ?</u>	France
22/10/2021	<u>Monde – L'actualité de la semaine</u>	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 BENADJAOUD, Ticiano BRUNELLO, Olivier ELUERE,
Paola MONPERRUS-VERONI (coordination zone euro), Sofia TOZY, Philippe VILAS-BOAS

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

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

Asie : Sophie WIEVIORKA

Amérique latine : Catherine LEBOUGRE (coordination scénario)

Afrique du Nord, Moyen-Orient : Olivier LE CABELLEC

Afrique sub-saharienne : Thibault ALIX

Documentation : Dominique PETIT, Elisabeth SERREAU

Statistiques : Robin MOURIER, Alexis MAYER

Réalisation et Secrétariat de rédaction : Véronique CHAMPION

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

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.