

# Perspectives

Hebdomadaire – N°21/379 – 3 décembre 2021

## MONDE – L'actualité de la semaine

☞ <i>Omicron et Powell inquiètent les marchés</i> .....	2
☞ <i>France : reprise de la production manufacturière en octobre</i> .....	3
☞ <i>France : le pouvoir d'achat des ménages progresse légèrement au T3 mais l'inflation atteint un pic en novembre</i> .....	3
☞ <i>Zone euro : la surprise de l'inflation en novembre complique la donne pour la BCE</i> .....	4
☞ <i>Allemagne : nouveau tour de vis sanitaire pour freiner l'épidémie</i> .....	5
☞ <i>Italie : la consommation prend le relais</i> .....	6
☞ <i>Portugal : PIB toujours dynamique au T3</i> .....	7
☞ <i>Royaume-Uni : les PMI confirment l'amélioration de l'activité au T4, mais le nouveau variant Omicron jette son voile d'incertitude</i> .....	9
☞ <i>Liban : les tensions avec les pays du Golfe vont encore accroître les difficultés du pays</i> .....	10
☞ <i>Russie : en 2022, la résilience au prix de la croissance</i> .....	11
☞ <i>Turquie : le gambit dangereux du Grand Turc</i> .....	12
☞ <i>Afrique sub-saharienne : au défi du choc démographique</i> .....	14

## Omicron et Powell inquiètent les marchés

Après l'émergence du variant Omicron la semaine dernière et la mise en place de restrictions sanitaires face à la cinquième vague épidémique (en particulier en Europe) qui ont entraîné une chute des marchés actions mondiaux vendredi dernier, les nouvelles fermetures de frontières et le discours du président de la Fed n'ont pas rassuré les investisseurs cette semaine.

Lors de son discours devant le sénat, Jerome Powell a en effet annoncé que la possibilité d'accélérer le rythme du *tapering* (la réduction progressive du programme d'achats d'actifs) serait discutée lors de la réunion de politique monétaire du mois de décembre. En accélérant le rythme mensuel de réduction des achats d'actifs (actuellement de -15 milliards de dollars par mois), le *quantitative easing* pourrait prendre fin dès mars 2022, alors que la fin des achats d'actifs était jusqu'alors attendue fin juin, ce qui permettrait éventuellement à la Fed de procéder à une hausse de taux plus tôt qu'initialement anticipé. Cette annonce a entraîné un renchérissement du dollar par rapport à l'euro en début de semaine mais l'euro s'est finalement rétabli et ne cède que 0,1% sur la semaine à 1,13 dollar. La divergence des politiques monétaires, entre une BCE au discours toujours accommodant et une Fed en train de réduire son soutien à l'économie, en raison d'une reprise plus rapide de l'économie américaine et d'une inflation plus élevée, ont toutefois entraîné une dévaluation de 7,7% de l'euro face au dollar depuis le début de l'année 2021.

Le *job report* du mois de novembre présente un marché du travail toujours dynamique malgré de moindres créations d'emplois. Le taux de chômage outre-Atlantique est en baisse (4,2% contre 4,6% en octobre) mais les créations d'emplois ont été décevantes et en net ralentissement par rapport au mois de septembre. Le taux de participation au marché du travail progresse également légèrement mais reste inférieur à son niveau d'avant-crise. Les salaires progressent à un rythme soutenu de 4,8% sur un an après +5% en septembre. Cela contribue à justifier une politique monétaire plus restrictive de la Fed, qui a un double mandat de stabilité des prix et de plein-emploi.

En outre, Jerome Powell a affirmé que le qualificatif « transitoire » n'était probablement plus le plus approprié pour décrire la hausse des prix depuis le début de l'année. Sans pour autant croire en une inflation durable, la Fed devrait préciser lors de son prochain *policy meeting* son évaluation de l'inflation pour les trimestres à venir. L'inflation aux États-Unis a d'ailleurs atteint son rythme le plus élevé sur les trente dernières années en octobre, progressant de 6,2% sur un an.

Le discours de J. Powell n'a pas permis de rassurer les investisseurs ; les bourses mondiales n'ont pas récupéré les pertes qu'elles ont connues vendredi dernier. Après un recul de 4,8% la semaine dernière, le CAC 40 a progressé de seulement 1,1% cette semaine, tandis que l'indice S&P 500 reculait de 0,4% après une chute de 2,3% vendredi dernier. La volatilité des marchés a par ailleurs été particulièrement élevée cette semaine, signe de la fébrilité des investisseurs.

Sur les marchés obligataires, la possible accélération du *tapering* et du calendrier de hausse des taux de la Fed a entraîné une hausse du taux des *Treasuries* américain à deux ans de 13 points de base (pdb) à 0,62%, traduisant les anticipations de hausses de taux à moyen terme des investisseurs. En revanche, le taux des obligations à dix ans recule de 3 pdb pour s'établir à 1,44% ce vendredi. Les investisseurs ne croient donc pas en une hausse durable de l'inflation et des taux longs ; la courbe des taux s'aplatit.

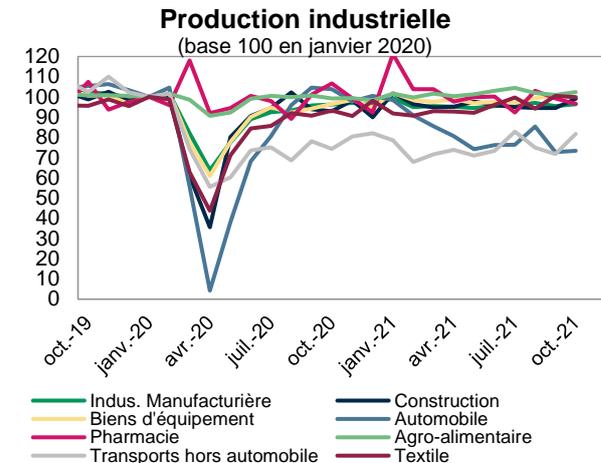
Le discours toujours très accommodant de la BCE limite toutefois la volatilité sur les marchés obligataires européens malgré une nouvelle hausse de l'inflation en novembre. L'inflation (HCPI) dans l'ensemble de la zone euro atteint ainsi 4,9% sur un an en novembre, un record depuis la création de la monnaie unique. Selon nos estimations, l'inflation aurait atteint un pic en Europe et ralentirait légèrement au cours des prochains mois, mais resterait élevée jusqu'au troisième trimestre 2022, avant de repasser sous la barre des 2% en fin d'année prochaine, justifiant la volonté de la BCE de conserver une politique monétaire très accommodante. Ainsi, les taux obligataires évoluent relativement peu en zone euro cette semaine. Le taux d'intérêt sur les obligations à 2 ans allemandes augmente de 3 pdb et celui du Bund à 10 ans, recule de 3 pdb tandis que les écarts de taux avec les autres pays de la zone sont globalement stables.

La diffusion du variant Omicron a également entraîné la fermeture des frontières de nombreux pays et pourrait peser sur la reprise de l'économie mondiale. La croissance de la demande semblait d'ailleurs déjà ralentir après les rebonds mécaniques liés à la levée des restrictions sanitaires depuis le début d'année (en particulier au premier semestre aux États-Unis et pendant l'été en Europe). De plus, l'Opep+ a maintenu sa décision d'ajuster à la hausse l'offre de pétrole à partir du mois de janvier. Par conséquent, le prix du baril est en baisse. Le Brent a perdu 1,2% sur la semaine et recule même de 12,4% sur un mois à 72 dollars.

## Zone euro

### France : reprise de la production manufacturière en octobre

Après s'être contractée de 1,6% en septembre, la production manufacturière repart à la hausse et progresse de 0,9% sur un mois en octobre. Elle reste toutefois 5,3% inférieure à son niveau d'avant-crise. En cause, le secteur des matériels de transport hors automobile (c'est-à-dire principalement l'aéronautique) qui, malgré une nette accélération de sa production en octobre (+13,8%) reste nettement en retrait avec un niveau de production toujours 19,6% inférieur à avant la crise. La production automobile progresse légèrement en octobre (+0,8% par rapport au mois de septembre) mais reste à un niveau très faible (-30% par rapport à février 2020). Dans les autres secteurs, l'activité est plus proche des niveaux d'avant-crise.



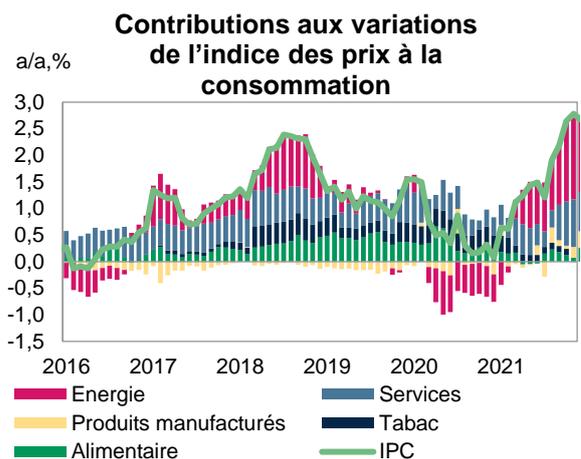
**Notre opinion** – Alors que le rebond à la fin du premier confinement avait été très prononcé, la production industrielle peine à retrouver son niveau d'avant-crise. L'aéronautique reste pénalisée par des contraintes de demande et par le report de la livraison de nombreux contrats au cœur de la crise tandis que le redémarrage et l'augmentation annoncée des cadences de production prend du temps. Dans le secteur automobile, les pénuries de biens intermédiaires (semi-conducteurs) continuent à restreindre l'offre et ne devraient se résorber que progressivement en 2022.

### France : le pouvoir d'achat des ménages progresse légèrement au T3 mais l'inflation atteint un pic en novembre

Le pouvoir d'achat des ménages, c'est-à-dire le revenu disponible brut corrigé de l'inflation progresse légèrement de 0,1% au troisième trimestre par rapport au trimestre précédent après +0,3% au T2. Ainsi, l'accélération de l'inflation pendant l'été (passée de 1,2% en juillet à +2,2% en septembre en glissement annuel) n'a pas rogné toute la progression du pouvoir d'achat des ménages. L'acquis de croissance pour 2021 est ainsi de 2% à la fin du troisième trimestre. La principale raison de ce dynamisme est la nette progression de la masse salariale qui augmente de 4,4% sur le trimestre, portée à la fois par le dynamisme toujours important des embauches, mais également par la forte progression du salaire par tête (due notamment à la fin du chômage partiel avec le redémarrage de l'activité dans les services).

La reprise de l'activité et donc de la consommation a également entraîné une baisse du taux d'épargne des ménages qui atteint 17,5% au T3 après 21,3%. Il reste toutefois supérieur à son niveau d'avant-crise (autour de 15%).

L'inflation (IPC) continue également d'accélérer et a atteint 2,8% sur un an en novembre, portée en premier lieu par des prix de l'énergie en hausse de 21,6% par rapport à novembre 2020.



**Notre opinion** – La hausse récente de l'inflation va réduire les gains de pouvoir d'achat, ce qui pourrait peser sur la consommation des ménages. La consommation des ménages en biens recule d'ailleurs de 0,4% sur un mois en octobre (après +0,2% en septembre). Il est cependant difficile de dessiner une tendance tant ces données peuvent être volatiles si on isole en particulier un mois. En outre, l'épargne accumulée depuis le début de la crise (malgré sa répartition inégale au sein de la population) devrait permettre de faire face

aux pressions inflationnistes et de maintenir un certain niveau de consommation. Notons toutefois un recul particulièrement marqué de la consommation de biens fabriqués, généralisée à tous les sous-secteurs comme l'automobile et les biens d'équipements du logement.

La hausse du pouvoir d'achat pourrait ralentir au T4 avec ces pressions inflationnistes. Au total, le pouvoir d'achat des ménages progresserait donc d'environ 2% sur l'ensemble de l'année 2020.

Nous anticipons par ailleurs un ralentissement de l'inflation en début d'année 2022 après avoir atteint un sommet au T4. L'émergence du variant Omicron augmente l'incertitude et pourrait entraîner un ralentissement de la croissance de la demande au niveau mondial. Nous observons par ailleurs une récente baisse des prix du pétrole et de moindres tensions sur les chaînes de valeur au niveau mondial avec notamment la baisse du prix des containers. L'inflation resterait cependant supérieure à 2% en glissement annuel jusqu'à la fin du T3 2022.

### Zone euro : la surprise de l'inflation en novembre complique la donne pour la BCE

L'accélération de l'inflation dans la zone euro en novembre (+4,9% sur un an après 4,1% en octobre) a surpris par sa vigueur. La croissance des prix de l'énergie s'est davantage renforcée (27,4% après 23,7%) ainsi que celle des prix des services (+2,7% après 2,4%). La décélération en cours depuis deux mois des prix des biens industriels n'a pas été confirmée (2,4% après 2%). Le résultat est une accélération de l'inflation sous-jacente à 2,6% (après 2%). L'indice des prix à la production industrielle sur le marché intérieur de la zone euro montre une nette accélération (5,4% sur le mois en octobre après 2,8%). En rythme annuel, la hausse est de 21,9% en octobre, mais la valeur de référence en 2020 était très faible l'indice ayant baissé de 2,6%

sur l'année. Le transfert des prix d'importations plus élevés n'est fait que partiellement, mais il affecte la dynamique de l'inflation sous-jacente. Ce transfert partiel est confirmé par les enquêtes PMI de novembre qui témoignent d'une moindre hausse de l'indice relatif aux prix de production que des prix des intrants.

Le renforcement de la dynamique inflationniste a été particulièrement fort en Allemagne (6%), en Belgique (7,1%) et aux Pays-Bas (5,6%) et en Italie (4%). L'inflation est aussi élevée en Espagne (5,6%) où en revanche elle marque une moindre accélération. En France, la croissance des prix demeure plus modérée (3,4%).

**☑ Notre opinion** – *Notre scénario de transition graduelle de l'économie mondiale d'une reprise inédite post-pandémie vers une expansion plus normale implique un ralentissement de la demande et un rétablissement de l'offre, avec une croissance en modération et un rééquilibrage de la demande des biens aux services et, en corollaire, une modération de l'inflation. Le principal risque pesant sur le scénario d'une inflation transitoire, bien que plus persistante, est l'enclenchement de la boucle prix-salaires pouvant conduire à une spirale inflationniste, avec un impact significatif sur l'inflation sous-jacente. Une inflation plus élevée qui se traduirait par des anticipations d'inflation plus élevées alimenterait une dynamique plus soutenue des salaires et deviendrait ainsi plus persistante voire clairement permanente. L'évolution de l'inflation a souvent été de peu d'importance en période de forte incertitude ou de chocs externes importants, l'accent étant mis sur la sécurité de l'emploi.*

*En zone euro, le risque d'une répercussion large et automatique des récentes hausses d'inflation sur la croissance des salaires semble plutôt improbable compte tenu des mécanismes en vigueur. Pour plus de la moitié des salariés du secteur privé de la zone euro, l'inflation ne joue pas un rôle formel dans la fixation des salaires mais peut être un facteur important dans les négociations salariales. Pour les régimes d'indexation des salaires dans lesquels l'inflation joue un rôle formel dans les négociations salariales, il ne faut s'attendre qu'à des effets directs très limités des récentes hausses de l'inflation des prix énergétiques, puisque ces régimes utilisent principalement une mesure de l'inflation qui exclut l'énergie. En revanche, le risque d'augmentations automatiques au niveau des salaires minimums est plus élevé, puisque les mécanismes d'indexation correspondants prennent généralement en compte une mesure de l'inflation qui inclut l'énergie. Ces augmentations des salaires minimums peuvent se diffuser et servir de référence pour les structures salariales dans l'ensemble de l'économie lors des négociations collectives.*

*Les salaires négociés dans la zone euro ont été affectés par la crise de la Covid-19 et ont connu une dynamique très modeste en 2020 (+1,8% après +2% en 2018 et +2,2% en 2019). Les négociations salariales en début d'année ont acté cette faiblesse du marché du travail avec des hausses de 1,4% au T1 2021 et de 1,7% au T2 2021.*

*En Allemagne, avec un faible taux de chômage et une dynamique salariale plus soutenue avant la crise, les salaires horaires négociés ont aussi connu une évolution modeste. Après avoir crû de 2,9% en 2019, les salaires négociés ont décéléré en 2020 (2,2%). Hors primes, la dynamique demeure modeste en 2021 : +1,5% au T1 ; +1,4% au T2 et 1,2% et 1,5% respectivement en juillet et août. Avec une prévision de 1,6% pour 2021 et de 1,8% pour 2022, la Bundesbank s'attendait en juin à une augmentation des salaires*

*négo­ciés plus faible qu'avant la crise. La récente hausse de l'inflation induira probablement une révision à la hausse de ces prévisions, mais ne modifiera pas radicalement la tendance. L'année 2021 a vu la conclusion de quatre négociations importantes, qui se sont soldées par des augmentations très peu ambitieuses (la métallurgie en début d'année avec +0,7%, le commerce au détail et la construction avec des hausses entre 2,5% et 3% et la première négociation des fonctionnaires de l'État s'est conclue par +1,5% en Hesse). En 2022, 17% des salariés attendent une renégociation de leurs accords concentrée sur la fin de l'année, avec un impact plus important sur 2023 : la chimie (en mars), la métallurgie (en octobre) et les fonctionnaires fédéraux (en décembre). L'institut de recherche IMK, proche des syndicats allemands, projetait en août une croissance du salaire effectif horaire de 1,4% en 2021 et 1,8% en 2022 (après 3,1% en 2019 et -3,9% en 2020) sans véritables effets de second tour.*

*Ailleurs, les négociations salariales conclues en cours d'année projettent des évolutions très peu soutenues : c'est le cas de l'Italie où l'acquis de croissance des salaires négociés dans l'industrie pour 2021 et 2022 est de 0,6%.*

*Dans la zone euro, après +2,5% en 2019 et -1% en 2020 le salaire effectif par tête a crû de 1,4% au T1 2021 et de 8,1% au T2 2021. Le fort rebond du T2 est dû à la remontée des heures travaillées et à la baisse du chômage partiel. Le salaire effectif horaire a en effet augmenté de 2,6% au T1 et baissé de 3,9% au T2. Il y a donc beaucoup de bruit à cause de la normalisation des heures travaillées, qui va aussi jouer au T3, bien que dans une moindre mesure. L'acquis de croissance pour l'année 2021 laissé par le chiffre du T2 au salaire effectif par tête est de 2,8%. On table donc sur une croissance de 3,2% en 2021 et de 2,4% en 2022 du salaire effectif par tête avec un acquis encore fort en début 2022 mais une dynamique qui s'affaiblit.*

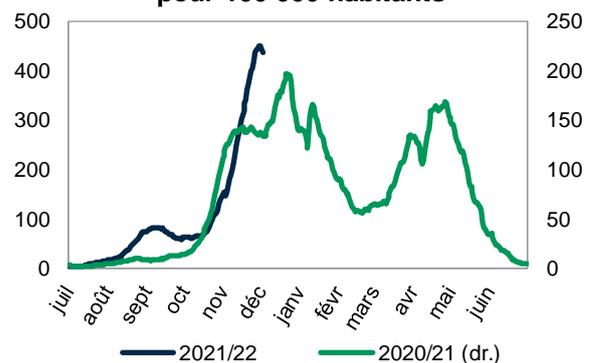
*La zone euro fait donc face à un choc inflationniste de nature exogène dans un contexte où l'écart de production négatif n'a pas encore été comblé. La zone a en effet retrouvé le niveau de PIB pré-crise, mais le niveau projeté avant la pandémie ne sera atteint que mi-2022. Malgré la puissance du rebond de la demande, la demande agrégée est encore faible, ce qui est cohérent avec la modeste dynamique des salaires. Le principal risque de la remontée de l'inflation est donc son effet sur la croissance via l'érosion du pouvoir d'achat, plutôt que sur le canal des anticipations pouvant alimenter une spirale prix-salaires. C'est principalement ce risque que la BCE devrait prendre en considération et maintenir une approche prudente. Le risque d'une action prématurée nous paraît plus important que celui d'une réaction retardée.*

 **Allemagne : nouveau tour de vis sanitaire pour freiner l'épidémie**

Deux réunions avec les représentants des Länder, la chancelière sortante et le nouveau gouvernement de coalition ont vu le jour cette semaine pour faire le point sur l'évolution épidémique et les mesures sanitaires à mettre en œuvre pour se prémunir d'une catastrophe durant les fêtes de fin d'année. La conclusion de la Cour constitutionnelle allemande qui a jugé les mesures de confinement prises l'an dernier comme étant conformes à la constitution et proportionnées à l'ampleur des risques encourus, a soulagé le nouveau gouvernement quant aux options qu'il pourrait mettre en place si besoin. Toutefois, les parlementaires allemands ont refusé de reconduire l'état d'urgence sanitaire après la date du 25 novembre dernier, ce qui a pour conséquence d'exclure de leur champs d'action la possibilité de rétablir au niveau fédéral un confinement généralisé ou un couvre-feu national. Néanmoins, les Länder ne sont pas laissés sans moyens d'action pour endiguer l'épidémie. Ils ont la possibilité de durcir les mesures de distanciation sociale et d'instaurer des fermetures d'activités. Face à un niveau d'infections jusqu'ici inégalé qui met davantage sous tension les hôpitaux, l'Allemagne a décidé de durcir un peu plus les restrictions sanitaires. Dorénavant, les personnes non vaccinées ne pourront plus rentrer dans les commerces non-essentiels ou accéder aux restaurants, bars, pubs et autres activités de loisirs. Elles seront également astreintes à des mesures de

distanciation sociale plus strictes. Elles ne pourront se réunir en cercle privé, à l'intérieur comme à l'extérieur qu'à deux personnes maximum en dehors de leur propre foyer.

**Allemagne : nouvelles infections pour 100 000 habitants**



Sources : RKI, Crédit Agricole S.A.

Également, une cellule de crise visant à intensifier la vaccination de rappel est mise en place avec comme objectif de vacciner 30 millions de personnes d'ici Noël grâce à l'élargissement des capacités d'action aux pharmaciens et personnels soignants. Enfin, le nouveau gouvernement a proposé d'organiser un vote au Bundestag sur l'opportunité de rendre la vaccination obligatoire dans le pays, une option qui

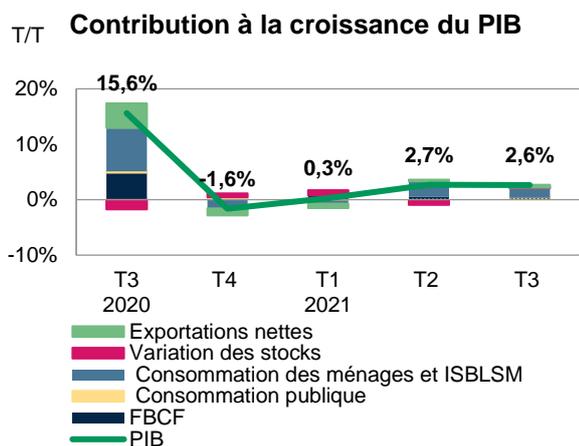
pourrait se matérialiser dès février prochain. Un récent sondage donne en effet une large majorité de la population (64%) favorable à sa mise en œuvre.

**☑ Notre opinion** – La chancelière sortante et le chancelier entrant ont tous deux dressé un diagnostic grave sur la situation sanitaire du pays. La propagation du virus a été fulgurante au mois de novembre en dépit d'un taux de vaccination approchant 70% de la population. Les tensions hospitalières sont redevenues élevées au point d'organiser de nouveau des transferts de patients et celles-ci pourraient davantage s'accroître d'ici les fêtes de fin d'année. La mise en place de seuils sur les tensions hospitalières, imposant des durcissements régionaux des règles de distanciation, devrait contenir la diffusion virale en attendant le déploiement massif des doses booster qui s'organise progressivement. La question de l'obligation vaccinale est maintenant sur la table et devra être débattue au parlement. Celle-ci pourrait en effet être compatible avec la loi fondamentale qui stipule dans l'article 2 que la protection de la vie des citoyens dans leur ensemble prime sur le principe de l'intégrité physique de l'individu isolé. Une option qui remporte l'adhésion d'une grande majorité de la population dans les sondages mais qu'il faudra néanmoins entériner au Bundestag.

**👉 Italie : la consommation prend le relais**

La dernière estimation de l'Istat confirme la forte expansion de l'activité au troisième trimestre. Le PIB a progressé de +2,6% au cours de la période estivale après un premier rebond de 2,7% au deuxième trimestre laissant un acquis de +6,2% à l'année en cours.

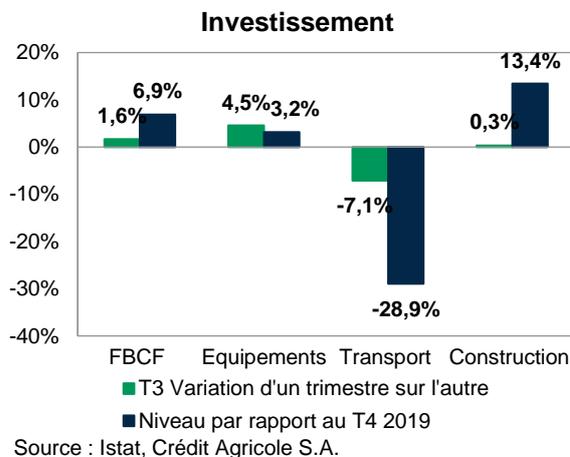
L'ensemble des composantes de la demande ont contribué positivement aux performances économiques du T3 avec un apport de +2 points de pourcentage émanant de la demande domestique, augmenté d'une contribution de la demande extérieure nette de +0,5 point de pourcentage et d'une variation des stocks positive +0,1 point de pourcentage.



Source : Istat, Crédit Agricole S.A.

La consommation des ménages semble poursuivre sa phase de redressement enregistrant une augmentation de +3% après la hausse de +5% du deuxième trimestre. Elle rattrape ainsi une partie de l'écart par rapport à son niveau d'avant-crise se situant -3,6% par rapport au quatrième trimestre 2019. Les services continuent de porter les dépenses des ménages. Ils augmentent de 8% par rapport au trimestre précédent, contribuant à hauteur de 3,9 points de pourcentage à la

croissance de la consommation. La consommation de biens non durables et semi-durables progresse également de respectivement 1,3% et 4,7%. Les dépenses en biens durables n'ont, quant à elles, progressé que de 0,3% sur le trimestre mais cette catégorie reste celle dont le niveau a le plus augmenté depuis le début de la crise puisqu'il dépasse de plus de 3% celui de fin 2019.



La croissance de l'investissement ne faiblit pas malgré les craintes liées aux difficultés d'approvisionnement et à la hausse des prix. Il progresse de 1,6% laissant un acquis de 15,1% à 2021. Les achats de machines et équipements constituent la composante la plus dynamique augmentant de 4,6%. Ce rebond permet à l'investissement en machines et équipements de rattraper l'écart par rapport au niveau d'avant-crise. Ce dernier se situait encore à -1,3% le trimestre précédent et dépasse à présent de +3,2% le niveau du quatrième trimestre 2019. La composante de matériels de transport demeure encore très pénalisée par la crise. Au troisième trimestre 2021, elle accuse une nouvelle baisse de 7,5% précédée par un recul de près 5% au T2 2021. L'écart avec le niveau pré-crise avoisine quant à lui 28%. Enfin,

l'investissement en construction a enregistré un net ralentissement passant d'une croissance de 3,5% au deuxième trimestre à +0,3% au troisième trimestre. Les deux segments de la construction ont enregistré des croissances similaires avec 0,3% pour le logement et 0,4% pour l'ingénierie civile. Le niveau de l'investissement en construction reste cependant bien au-dessus du niveau d'avant-crise, le dépassant de 13,4%.

Enfin, les exportations ont enregistré une hausse supérieure à 3% pour le deuxième trimestre consécutif portant la contribution de la demande extérieure à +0,5 point de pourcentage. Les importations ont augmenté mais à un rythme moins soutenu que les trimestres précédents, pénalisés par le ralentissement dans la construction.

Du côté de l'offre, les services marchands enregistrent une hausse de 3,4%, tirés par la branche qui regroupe le commerce de détail, l'hébergement et la restauration. Cette dernière croît de +8,6% par rapport au trimestre précédent. Les autres activités de services progressent également avec +0,5% pour les services d'information et de communication, 1,4%, pour les activités immobilières et 2,9% pour les professions libérales.

La croissance dans les branches de l'industrie et de la construction a été plus contenue de respectivement 0,8% et 0,6%. Ces deux branches sont cependant les seules à avoir dépasser le niveau de fin 2019, de +3% pour l'industrie et de + 13% pour la construction.

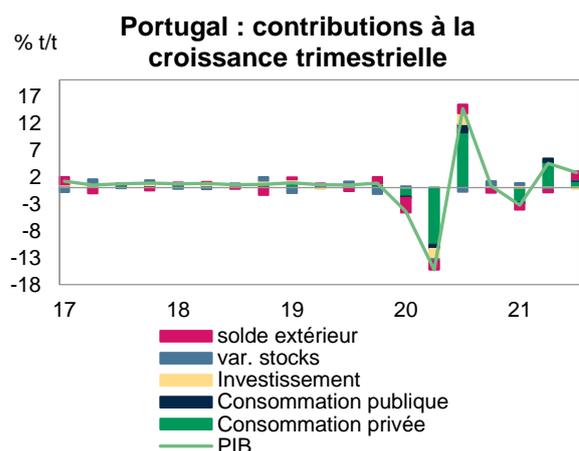
**☑ Notre opinion** – *La croissance italienne est au beau fixe. Le chiffre du troisième trimestre permet de porter la performance de l'économie italienne au-delà de 6%, soit l'une des plus rapides de la zone euro. L'investissement notamment en machines et équipements continue de porter l'activité mais la consommation semble prendre le relais à la faveur d'une normalisation de la vie sociale et d'une confiance des consommateurs qui tutoie les pics de la série historique. Le variant Omicron pourrait cependant venir jouer les troubles fêtes. La cinquième vague épidémique pourrait s'accompagner d'un retour des mesures restrictives. En effet, certaines régions pourraient basculer en zone jaune (port du masque en extérieur) voire en orange (Frioul-Vénétie Julienne) d'ici les fêtes de fin d'année.*

*Le taux de vaccination reste cependant élevé en Italie avec 84,66% des personnes de plus de 12 ans qui ont terminé un schéma vaccinal complet. Le pays, qui a imposé le pass sanitaire à l'ensemble des salariés en octobre, a lancé une version renforcée de ce sésame qui donne plus d'accès aux personnes vaccinés. L'objectif étant de limiter la circulation du virus et d'inciter à la vaccination notamment dans les régions qui accusent du retard comme le Nord-Est et la Sicile.*

 **Portugal : PIB toujours dynamique au T3**

Le PIB portugais a progressé de 4,2% en glissement annuel au T3 2021 (+16,1% au T2, en raison d'un effet de base important dû à la forte contraction de l'activité au T2 2020). La contribution de la demande intérieure a été positive, mais moins intense qu'au trimestre précédent, suite à la dissipation partielle de l'effet de base. La contribution de la demande extérieure nette est restée négative au troisième trimestre, avec une augmentation des importations de biens et services légèrement plus prononcée que celle des exportations de biens et services. Il convient de noter qu'au T3 2021, les déflateurs des importations et des exportations ont enregistré des hausses significatives, largement influencées par l'évolution des prix des produits énergétiques et des matières premières, prolongeant la perte des termes de l'échange déjà observée au trimestre précédent.

Par rapport au trimestre précédent, le PIB a augmenté de 2,9% en termes réels, reflétant la diminution progressive des restrictions à la mobilité imposée par la pandémie, après deux trimestres aux résultats opposés : une forte réduction du PIB au T1 (-3,3%), due au confinement général, et une augmentation de 4,4% au T2, suite à la levée progressive des restrictions à la mobilité.



Sources : Eurostat, Crédit Agricole S.A.

La contribution de la demande extérieure nette au taux de variation trimestriel du PIB est devenue positive (1,8 point de PIB, après -0,7 point au T2). La contribution de la demande intérieure a également été positive (1,1 point de PIB), mais moins qu'au trimestre précédent (5,1 points). La consommation privée demeure le principal contributeur à la demande intérieure et progresse de 1,9% au T3 (4,6% sur un an), tiré par la consommation de biens non durables et services

(2,8% par rapport au T2) tandis que les dépenses en biens durables se sont contractées de 6,2%. En revanche, l'investissement a pesé sur l'activité au T3 et affiche une contraction de -1,8% (+1,5% sur un an), en raison de la baisse des investissements en construction (-1,8% par rapport au T2) et autres machines et équipements (-7,2%), qui n'a pas été compensée par la hausse des investissements en transport (+9,7%).

Quant aux exportations de biens et services en volume, elles ont enregistré une progression de 9,6% en rythme trimestriel (10,2% sur un an), tirées par le redressement partiel du tourisme. Ainsi, les exportations de services augmentaient de 27,7% par rapport au T2 et celles de biens de 3,9%. Les importations ont progressé également (de 5%, 11% sur un an). En termes nominaux, la balance extérieure des biens et services s'est établie à -3,0% du PIB au T3, soit 1 point de pourcentage de plus qu'au T2.

**✓ Notre opinion** – *En termes de VAB, les secteurs du commerce et de la réparation de véhicules ainsi que de l'hébergement et de la restauration ont enregistré la plus forte contribution en glissement annuel, avec une progression de 7,2%, après avoir augmenté de 26,4% au T2. L'emploi a continué son redressement au T3 : pour tous les secteurs d'activité, il a augmenté de 3,8% (4,3% au trimestre précédent). Le nombre de salariés a progressé de 2,9% en g.a. au T3 et les heures travaillées ont crû de 3,1% (+29,4% au deuxième trimestre et -23,8% au deuxième trimestre 2020).*

*Bien que la crise politique que le pays vit actuellement en raison de l'échec de la loi de finances 2022 pourrait changer la donne en termes de dépenses sociales, les investissements en infrastructures publiques financés par les fonds NGEU seront probablement maintenus. Nos prévisions de croissance pour le Portugal s'affichent actuellement à 4,7% en 2021 et 5,6% en 2022.*

## Royaume-Uni

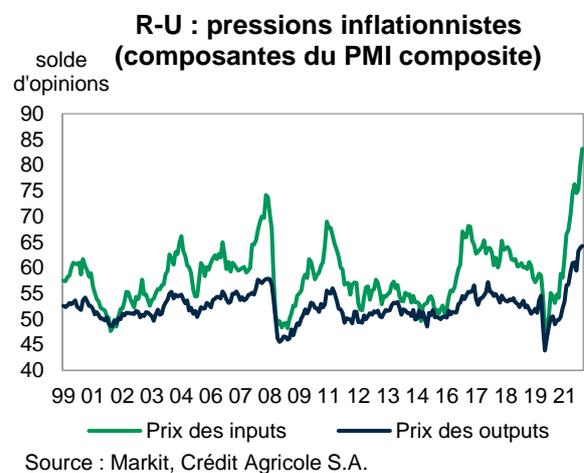
### Royaume-Uni : les PMI confirment l'amélioration de l'activité au T4, mais le nouveau variant Omicron jette son voile d'incertitude

Les enquêtes PMI auprès des directeurs d'achat se sont maintenues à des niveaux élevés en novembre, avec un indice PMI composite à 57,6 contre 57,8 en octobre et après 56,3 en moyenne au troisième trimestre. Dans l'industrie, le PMI augmente pour le deuxième mois consécutif, à 58,1, un plus haut depuis août dernier. Dans les services, l'indice PMI cède un peu de terrain à 58,5 mais reste largement au-dessus de la moyenne du troisième trimestre (56,7). L'activité est donc bel et bien en train d'accélérer au quatrième trimestre après avoir été fortement freinée par le variant Delta au cours de l'été. Les nouvelles commandes augmentent au rythme le plus fort depuis juin. Dans les services, la hausse de la demande semble tirée par les exportations ce qui s'explique par le rebond des voyages et la reprise du tourisme avec l'assouplissement des restrictions. Dans l'industrie, la demande interne continue de bien se porter avec des nouvelles commandes au plus haut depuis août alors que les exportations reculent pour le troisième mois consécutif.

L'embellie de l'activité ne semble pas profiter au même degré à l'emploi. Les créations d'emplois ralentissent légèrement en novembre, tout en se maintenant néanmoins à un niveau conforme avec la moyenne depuis le début de l'année. La demande de main-d'œuvre reste forte mais les difficultés de recrutement empêchent les entreprises de pourvoir les postes vacants, notamment dans les services où

le rythme de créations d'emplois est au plus bas depuis juillet.

Les pressions inflationnistes atteignent de nouveaux sommets depuis le début des séries dans les années 1990. L'accélération des prix des sortants reste plus modérée que celle des entrants, mais elle aussi atteint des rythmes record, suggérant que les entreprises répercutent de plus en plus la hausse des coûts en amont de leurs chaînes de production dans les prix de vente. Dans les services, les entreprises signalent des pressions montantes sur les salaires et une hausse des prix de l'énergie.



**☑ Notre opinion** – Les enquêtes PMI de novembre confortent les anticipations d'une accélération de la croissance de l'activité au quatrième trimestre ainsi que de l'inflation. Cependant, les données de ces enquêtes ne contiennent pas encore les nouvelles sur le nouveau variant Omicron, qui ont conduit le gouvernement à annoncer de nouvelles mesures pour freiner sa propagation, dont l'auto-isolation obligatoire de toute personne cas contact vaccinée ou non vaccinée. Il est encore trop tôt pour connaître les impacts économiques du nouveau variant, mais il serait raisonnable d'anticiper une nouvelle hausse de la prudence dans les comportements de dépenses et de mobilité avec des effets négatifs sur les capacités d'offre qui devrait à leur tour peser sur la croissance. Les pressions inflationnistes devraient par ailleurs continuer de monter à court terme en raison des contraintes persistantes sur l'offre.

## Pays émergents

### Moyen-Orient et Afrique du Nord

#### Liban : les tensions avec les pays du Golfe vont encore accroître les difficultés du pays

Une crise très profonde est actuellement en cours entre le Liban et certains États du Golfe en raison de paroles peu diplomatiques d'un futur ministre de l'Information. L'Arabie saoudite a décidé la rupture totale des relations diplomatiques avec Beyrouth et le rappel des ambassadeurs. Ce mouvement a été suivi par les Émirats, le Koweït et Bahreïn, qui procèdent au rappel de leurs ressortissants nationaux. L'Arabie a, de plus, décidé l'arrêt total des relations commerciales avec le Liban, une décision s'assimilant donc à un embargo. Il n'y a pas, à ce stade des tensions, de décisions prises sur les transferts bancaires et les relations financières entre États.

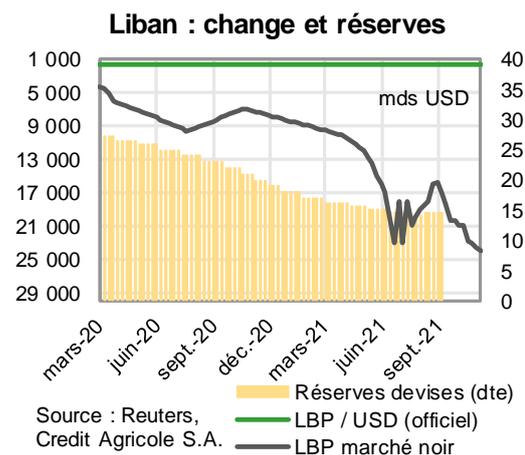
Les causes de ce regain de tensions sont connues car déjà anciennes : l'irritation croissante de la diplomatie saoudienne et de son dirigeant Mohamed ben Salman envers le poids politique du principal parti chiite libanais le Hezbollah, considéré comme la tête de pont de l'État iranien au Levant. Cette rupture rappelle les tensions anciennes et récurrentes entre les deux pays depuis l'année 2016. L'introduction du « Parti de Dieu » sur la liste des entités terroristes par Riyad en 2016, la faillite du groupe de BTP Saudi Oger en 2017 et la démission forcée de Saad Hariri sous pression des Saoudiens cette même année en sont les principales illustrations.

Cette décision doit aussi se lire dans le contexte tendu de reprise des négociations sur le traité nucléaire de 2015 avec l'Iran, dénoncé en 2018 par la précédente administration américaine. Ces pays du Golfe veulent sans doute montrer que l'Iran reste une menace pour la stabilité politique du Moyen-Orient et entendent ainsi peser sur les discussions en cours à Vienne.

Quelles seront les conséquences économiques pour le Liban ? Elles vont tout d'abord affecter les relations commerciales bilatérales qui sont assez développées : 26% des exportations de biens sont dirigées vers les pays du Golfe, ce qui représente un peu plus d'un milliard de dollars, principalement dans les secteurs de la bijouterie, des véhicules et des produits agroalimentaires. Une part importante des services, notamment le tourisme a pour clientèle les pays du Golfe. Des liens financiers constitués des dépôts dans les banques libanaises de ressortissants du Golfe existent également. Les entreprises libanaises exportatrices devraient aussi rencontrer des difficultés d'adaptation pour trouver de nouveaux marchés voisins.

Les conséquences économiques devraient donc être assez douloureuses. Il faut s'attendre à une baisse des exportations de sans doute plusieurs centaines de millions de dollars et donc à une détérioration de la balance des paiements et au creusement du déficit courant. La baisse des recettes en dollars devrait également accélérer celle des réserves en devises qui sont (hors titres et or) de 14,6 Mds USD à fin septembre dernier, en chute de 50% en un an et demi (mars 2020). Des licenciements dans certaines entreprises exportatrices pourraient aussi être constatés alors que, selon les statistiques officielles, le taux de chômage aurait doublé depuis un an.

Depuis l'annonce de la rupture diplomatique, la valeur de la livre libanaise a encore chuté sur le marché parallèle à 24 000 livres par dollar, une perte de valeur de 94% par rapport au cours officiel de 1 500 par USD, jamais réévalué depuis la crise.



La réponse politique aux défis auxquels est confronté le Liban est très insuffisante en raison du blocage politique actuel et d'un gouvernement assez inopérant. Effectivement, aucun conseil des ministres ne s'est tenu depuis la nomination du Premier ministre Mikati (il y a quatre mois et demi) en raison du boycott du Hezbollah qui y met comme préalable la destitution du juge en charge du dossier sur l'explosion du port de Beyrouth. Par ailleurs, les appels à la démission du ministre à l'origine des tensions avec les pays du Golfe sont restés sans suite. Le risque que ces tensions, déjà anciennes, perdurent de façon allongée s'intensifie donc. Et devrait ainsi accroître les difficultés du pays déjà affecté par la pire crise économique de son histoire.

**Notre opinion** – Après les embargos contre le Qatar (2017) et la Turquie (2020), l'Arabie saoudite met en œuvre une politique étrangère de plus en plus agressive envers les pays avec des mesures de rétorsions radicales qui peuvent durer plusieurs années. Cet événement illustre aussi et surtout la guerre froide entre l'Arabie saoudite et l'Iran qui ont pris en otage la vie politique libanaise depuis de nombreuses années, soit par des interventions directes soit par des « proxys », c'est-à-dire des entités locales agissant par procuration.

## Europe centrale et orientale, Asie centrale

### Russie : en 2022, la résilience au prix de la croissance

La Russie est enfermée dans un paradoxe dont il ne va pas être facile de sortir : la pression géopolitique qui va être durable et forte a imposé une politique économique entièrement dédiée à l'autonomie et la résilience face aux chocs externes.

C'est réussi à court terme car le niveau élevé de réserves (16 mois d'importations contre une moyenne de 7 mois pour les pays de même rating chez Fitch par exemple) et faible de dette publique (18% du PIB) est un réel avantage comparatif dans un monde où la plupart des pays ont, au contraire, une solvabilité dégradée par la pandémie de Covid-19. De plus, cette résilience est accompagnée d'une forte crédibilité de politique économique, qui repose notamment sur l'action de la Gouverneure de la Banque centrale, dont une forme de liberté de ton semble être la preuve de sa relative autonomie. Tout cela assure la stabilité des ratings souverains, malgré les tensions géopolitiques.

Mais le paradoxe est que cette résilience s'est construite au détriment de la croissance potentielle, toujours de l'ordre de 1,5%. En effet, la rigueur budgétaire et monétaire pèse à la fois sur les revenus réels (qui stagnent depuis 2015, ce qui crée des tensions politiques sous-jacentes dans la classe moyenne) et sur les investissements. À 21% du PIB, ces derniers ne sont pas suffisants pour affronter les enjeux énormes de la transition climatique, ni même pour rehausser le niveau des infrastructures actuelles, notamment des routes. En fait, l'équation Covid/inflation/géopolitique est en train de repousser la perspective des plans d'investissements nationaux. Dit autrement, la stratégie de croissance russe n'est plus assez lisible et on se retrouve peu à peu dans un schéma qui ressemble beaucoup trop à de la stagnation.

Par ailleurs, la part de l'État dans l'économie, qui ne cesse de grandir (estimée par le FMI à 35% du PIB, 50% des emplois, et plus encore dans certains secteurs), n'est pas favorable à l'innovation, ce qui pèse aussi sur la croissance potentielle. Enfin, rappelons que la composante démographique contraint structurellement les perspectives russes à moyen terme : depuis 2018, c'est l'immigration qui permet de maintenir à niveau la population active, et les tensions actuelles sur le marché du travail (faible taux de chômage à 4,3%) sont d'ailleurs liées au départ de nombreux migrants pendant la pandémie de Covid-19. Cela contribue à l'inflation.

Le piège de ce paradoxe risque d'être encore plus visible en 2022. En effet, la croissance est de plus en plus portée par la consommation (hausse du crédit à la consommation de 23% a/a) et la hausse du commerce de détail (+8,4% sur 9 mois), et ce, malgré la hausse des taux à 7,5% et l'inflation à 8,3%, au plus haut depuis 2016. Notons que les

Russes consomment toujours plus dès qu'ils s'attendent à un problème de change ou à une inflation plus forte (et les anticipations actuelles de hausse des prix sont de l'ordre de 13%). De plus, les dépenses sociales pré-électorales du gouvernement en septembre ont poussé la consommation à la hausse. En novembre, seules les restrictions de mouvement liées à la Covid-19 ont semblé capables d'infléchir légèrement la courbe des prix...

La Banque centrale est donc dans une situation délicate et de forte incertitude quant aux composantes structurelles et conjoncturelles de l'inflation. Le genre de situation où le risque d'erreur de politique économique est plus fort... Les hausses de taux sont pour l'instant peu efficaces sur les prix (mais il faut dire qu'au moins la moitié de la hausse a des causes externes), les anticipations mal maîtrisées, et le rouble fragilisé par les tensions géopolitiques éruptives avec l'Ukraine. En 2022, la nécessité de contrôler le crédit à la consommation couplée au retour plus net de la rigueur fiscale risquent donc de peser un peu trop sur une croissance sans doute ramenée entre 2% et 2,5%.



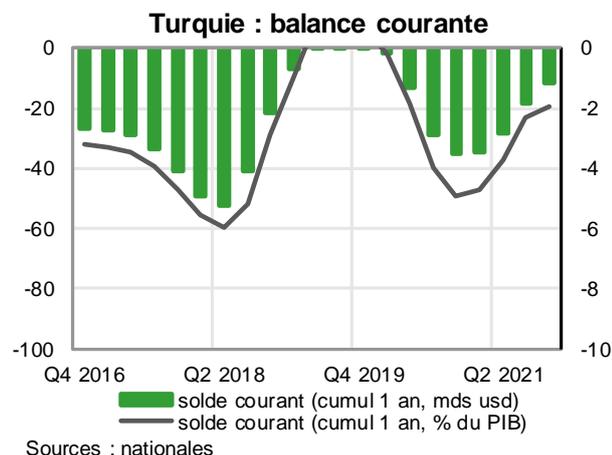
Comment, dans ces conditions, relancer une vraie stratégie de croissance ? Pas évident, dans un contexte où la géopolitique aux frontières de l'Ukraine est à la merci d'un incident, et où le congrès américain est hostile – et bi-partisan – contre la Russie. Il va pourtant falloir trouver une issue crédible afin de ne pas arriver en situation de stagnation des revenus réels en 2024, date des prochaines élections présidentielles.

Quant aux récents propos du ministre de la Défense américain en Corée, ils sont à peine rassurants. Il évoque certes un impératif de communication pour « faire baisser la température », mais aussi la nécessité de coordonner avec les alliés toute réponse à la Russie en cas d'incident aux frontières. Au passage, on notera un joli lapsus révélateur puisqu'il parle de « soviet Union » et non de Russie...

**☑ Notre opinion** – La Russie est très solide financièrement à court terme, malgré un niveau d'inflation élevé et les difficultés de la Banque centrale à maîtriser les anticipations. Mais la visibilité à moyen terme se dégrade en matière de croissance. Il va être impératif, en 2022, de dessiner une nouvelle stratégie de croissance fondée sur l'investissement, à la fois pour ouvrir plus clairement un chemin de transition climatique, mais aussi pour aborder les présidentielles de 2024 plus sereinement. Cependant, la pression géopolitique est telle, qu'elle est en train de déformer progressivement toutes les composantes de la politique économique. En fait, la Russie est en état latent de guerre, ou au minimum de siège, et cela se voit dans tous ses choix de politique économique.

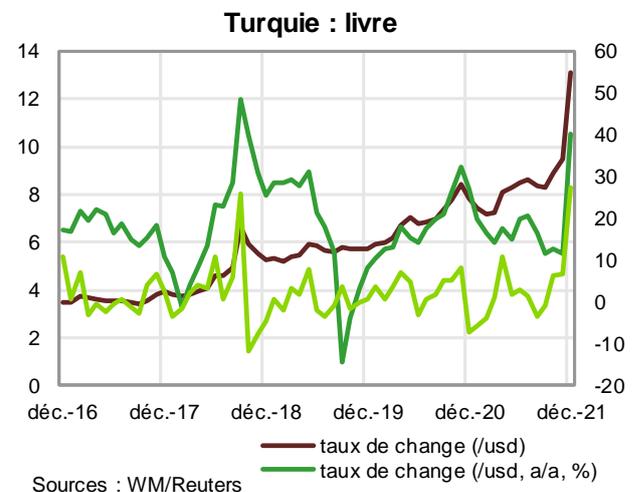
**👉 Turquie : le gambit dangereux du Grand Turc...**

La situation turque est sidérante, rare, difficile à lire, difficile à prévoir. D'un côté, une économie réelle qui se porte bien, avec l'un des taux de croissance les plus élevés du G20, à 7,3% au troisième trimestre a/a, porté par un boom des exportations (+ 26% a/a) et de la consommation. Dans l'industrie, même si l'automobile souffre évidemment des blocages de chaînes de valeur, l'indice PMI manufacturier de novembre indique une hausse des commandes. Même le traditionnel déficit courant s'efface sous la poussée des ventes et le retour des touristes. Mais de l'autre, la Turquie est confrontée à la chute vertigineuse de la devise depuis septembre, date à laquelle la Banque centrale a recommencé à baisser ses taux, de 400 points de base depuis, alors que l'inflation augmente, à 19,8% en octobre. Les réserves nettes de la Banque centrale (hors swap) sont en territoire négatif depuis longtemps, et l'écart devient abyssal entre le besoin de financement à court terme du pays et sa capacité réelle de financement.



La chute de la devise n'a cependant pas été provoquée uniquement par la baisse des taux, et la précision est importante. En effet, les marchés financiers avaient même intégré depuis mars dernier la singularité de la politique monétaire turque, et anticipaient l'hypothèse de nouvelles baisses. En fait, le point de rupture de confiance a bel et bien été provoqué par les déclarations répétées du président lui-même, désormais en « guerre pour l'indépendance économique » contre un ennemi extérieur, nommément les marchés financiers. En résumé, le

risque n'est plus un risque turc mais purement un risque Erdogan, ce dernier ayant déclaré qu'il ne reviendrait jamais sur son rejet de la hausse des taux, considérés comme le « diable ».



À ce stade, il n'y a plus que 3 questions et aucune réponse n'est évidente. Pourquoi Erdogan fait-il cela ? Quelles peuvent être les conséquences de cette crise monétaire ? Et surtout, quel peut être le bout de la route, car la situation actuelle ressemble terriblement à une sorte de tunnel – *never-ending turkish story*... ?

Pourquoi Erdogan fait-il cela ? Il faut chercher du côté de la politique évidemment. Le point clé de toute cette histoire c'est que la popularité du président est en déclin depuis quelques années ; qu'il est en poste depuis vingt ans ; et que les grandes villes du pays ne sont désormais plus sous le contrôle de l'AKP. Or, ce qui a fait le succès d'Erdogan, notamment de 2000 à 2007, n'était pas seulement un projet politique mais aussi, et même beaucoup, un succès économique. Cela faisait suite à une stabilisation monétaire, juste après la crise de 2001, qui avait été favorisée par un ancrage des anticipations, celui-là même que le président est en train de détricoter.

Bref, le succès d'Erdogan repose sur la croissance des revenus de la classe moyenne, et la croissance tout court est donc son point de référence absolu – puisque c'est aussi son avenir politique. Syndrome *pro-growth* que l'on retrouve d'ailleurs dans la

plupart des gouvernements à orientation populiste. Evidemment, le rejet de la hausse des taux, censée casser la croissance, se nourrit aussi d'une rhétorique ancienne et classique, à propos de la finance internationale, qui fait écho au projet politique de plus en plus affirmé, en interne, de synthèse islamo-nationaliste. Tout converge donc dans une posture de croisade qui a par ailleurs l'avantage politique de polariser encore plus la population – là encore un moyen de freiner l'érosion de popularité. Mais Erdogan est loin d'être le seul aujourd'hui à reconstruire sa légitimité en baisse en surfant sur l'ennemi de l'extérieur... La crise de change turque est donc avant tout le produit d'une fébrilité et d'une crainte de fin de règne.

Les conséquences ? Elles sont déjà sensibles dans des ruptures d'approvisionnement de produits pharmaceutiques et dans l'accélération de la dollarisation des dépôts des Turcs. Le consensus redoute une inflation proche de 30% pour la fin d'année et ce qui est certain, c'est que tout le capital d'ancrage des anticipations des vingt dernières années est parti en fumée. Le Gambit du président est de tout miser sur l'économie réelle et d'orienter l'économie turque vers de nouveaux partenariats. Les Émirats ont déjà signé pour 10 Mds USD d'investissements, et Erdogan veut rétablir des relations avec l'Égypte et Israël. La guerre contre les marchés est donc aussi, tendanciellement, une sorte de guerre larvée contre une partie de l'Occident car

le président veut désormais se tourner vers d'autres pôles économiques, y compris la Chine.

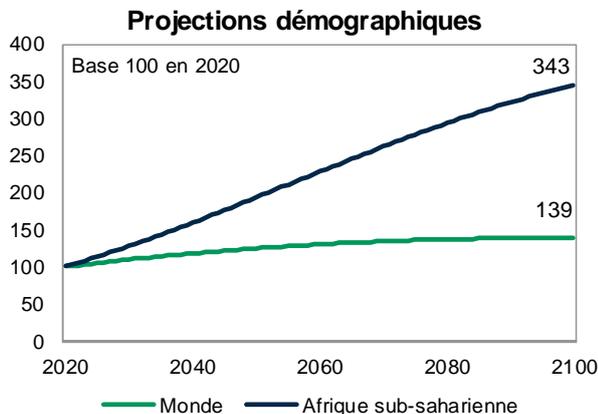
Cette stratégie n'est d'ailleurs pas dénuée de sens ni de chance de réussite car la Turquie est effectivement un marché incontournable, dans sa taille, sa position, son importance stratégique, ou bien encore la jeunesse de sa population ou le dynamisme de ses entrepreneurs. Si la crise du change ne se traduit pas par une hyperinflation ; si l'opposition ne réussit pas à déclencher des élections anticipées avant la date officielle de 2023 ; si les entreprises turques arrivent à refinancer leur dette à court terme ; et bien Erdogan peut réussir son pari de croissance et de réorientation stratégique.

Mais à vrai dire, ce serait le seul point d'arrivée favorable pour lui et le bout de la route est encore loin. Entre-temps, il y a surtout un problème de prix et de devises à contrôler – l'intervention directe de la Banque centrale la semaine dernière n'y suffira pas, et il ne faut pas exclure des mesures plus administratives de contrôle. Il y a de nombreux scénarios de crispation politique. Et il y a enfin un risque de liquidité plus élevé que jamais, pour tous les acteurs endettés en devises et à court terme.

## Afrique sub-saharienne

### Afrique sub-saharienne : au défi du choc démographique

Aujourd'hui, un habitant de la planète sur sept vit en Afrique sub-saharienne. À l'horizon 2100, et selon les projections médianes des Nations unies, la région représenterait un tiers de la population mondiale.



Source : Nations unies, Crédit Agricole S.A.

Le dynamisme démographique africain est tel que sa population, 1,1 milliard d'habitants aujourd'hui, va à nouveau doubler d'ici 2050 (après avoir déjà connu un tel bond entre 1995 et 2020). La région constitue, et de loin, le principal contributeur à l'accroissement de la population mondiale. La moitié de la hausse mondiale anticipée pour 2050 est due à l'Afrique. À l'horizon 2100, cette contribution est de 87%, alors que la population africaine devrait tripler.

La transition démographique a commencé dans la région. Seulement, l'Afrique sub-saharienne la débute plus tardivement, et celle-ci devrait s'étendre sur une durée très longue. Ainsi, entre 2000 et 2019, le taux de mortalité a décliné de 44%. Dans le même temps, le taux de natalité ne s'est réduit que de 16%. La fécondité se maintient par ailleurs à un niveau élevé, à 4,6 enfants par femme. Le taux d'accroissement naturel de la population est donc toujours de plus de 20‰, et demeure au-dessus de ce seuil jusqu'en 2045, quand toutes les autres régions du monde sont dès aujourd'hui à moins de 10‰, voire négatif pour l'Europe.

Le morcellement relatif des frontières étatiques sur le continent contraint l'émergence de géants démographiques tels que l'Inde et la Chine. Néanmoins, le Nigéria va constituer le symbole de l'essor démographique du continent, et deviendra dès 2037 le troisième pays le plus peuplé du monde. À la fin de l'horizon de projection, en 2100, le pays pourrait être peuplé de plus de 730 millions d'habitants, pour une superficie de seulement 923 000 km<sup>2</sup>.

Parmi les pays dont la population devrait s'accroître le plus en proportion se trouvent la République démocratique du Congo, la Somalie, le Niger, la Tanzanie, le Burundi ou encore l'Angola.

Le défi économique pour le développement des pays africains est donc immense. Ce phénomène démographique pourrait constituer une opportunité pour ces pays s'ils parviennent à saisir le dividende démographique, c'est-à-dire le bénéfice de l'augmentation continue de la population active alors que la proportion d'enfants, et donc le taux de dépendance, diminue. Ce mécanisme pourrait stimuler la croissance économique de ces pays. Il est néanmoins conditionné au déploiement efficace de moyens conséquents en termes de formation du capital humain.

Surtout, les structures économiques doivent être en mesure de proposer des emplois productifs aux cohortes arrivant sur le marché du travail. Or, l'emploi constitue déjà un défi social majeur pour les pays d'Afrique. Selon le FMI, 18 millions de nouveaux emplois seront nécessaires chaque année jusqu'en 2035 en Afrique sub-saharienne, pour absorber l'augmentation de la population active. La pandémie et les millions d'emplois détruits par ses conséquences aggravent ainsi les difficultés du continent. *A fortiori* quand le chômage de masse, et notamment des jeunes, est d'ores et déjà un défi social majeur sur le continent, de Durban à Dakar.

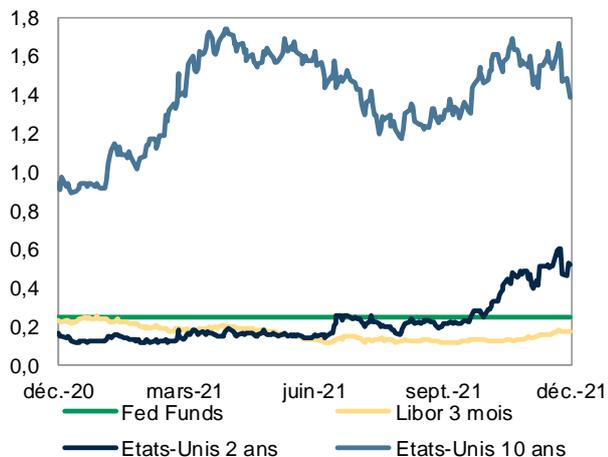
Pour les pays les moins avancés du continent, l'enjeu direct se situe cependant bien en amont de la question de l'emploi, et devrait constituer un point d'attention central au niveau mondial.

**✓ Notre opinion** – *Facteur potentiel d'importantes difficultés pour les pays concernés, cette forte croissance de la population en Afrique sub-saharienne représente un défi démographique inédit pour le reste du monde. Cet enjeu se combine par ailleurs avec d'autres défis contemporains, en premier lieu le changement climatique. Le Niger est, par exemple, le pays dont la population devrait s'accroître le plus fortement : multipliée par 2,8 en 2050, et par 6,8 d'ici 2100, elle atteindrait alors 164 millions d'habitants. Cette explosion démographique se produirait dans un pays dont le développement est toujours inexistant (PIB par habitant en PPA de 1 200 dollars) et où l'agriculture (souvent d'autosubsistance) compte pour les trois quarts de l'emploi. La multiplication des épisodes de sécheresse, déjà observée, et la hausse de la température moyenne dans une région déjà aride posent par conséquent des questions majeures sur les défis alimentaires, sociaux et migratoires qu'impliquent cet accroissement démographique.*

## Tendances à suivre

### Taux d'intérêt en dollar américain

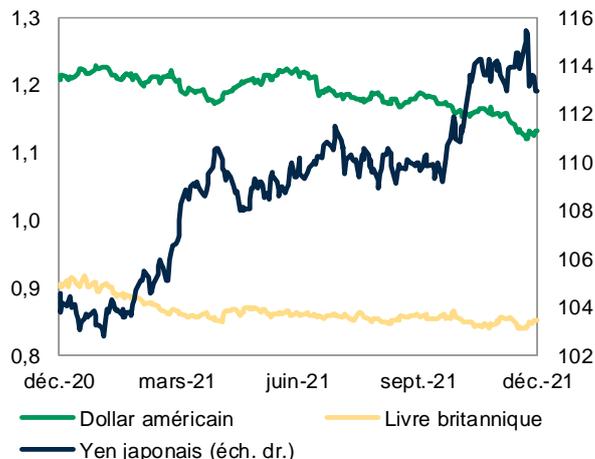
%, interbancaire (Londres) et souverains (Etats-Unis)



Source : Thomson Reuters

### Taux de change des principales devises

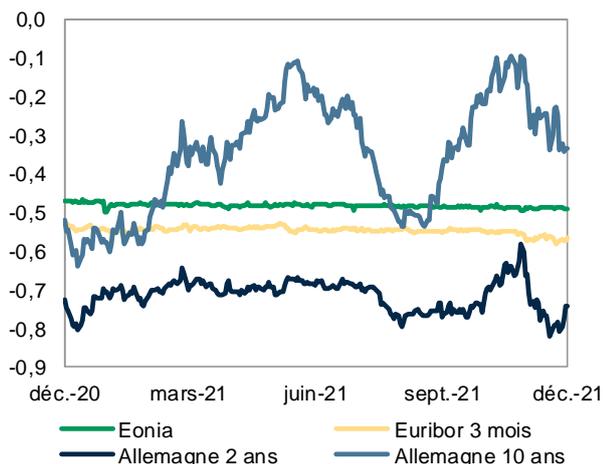
EUR/USD, EUR/GBP et USD/JPY



Source : Thomson Reuters

### Taux d'intérêt en euro

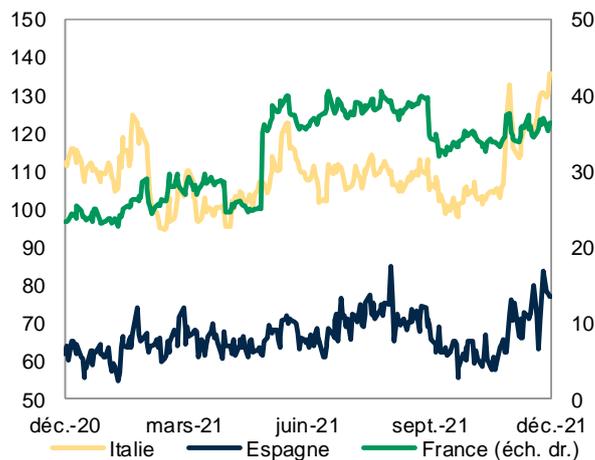
%, interbancaires (Londres) et souverains (Allemagne)



Source : Thomson Reuters

### Spreads souverains européens avec le Bund

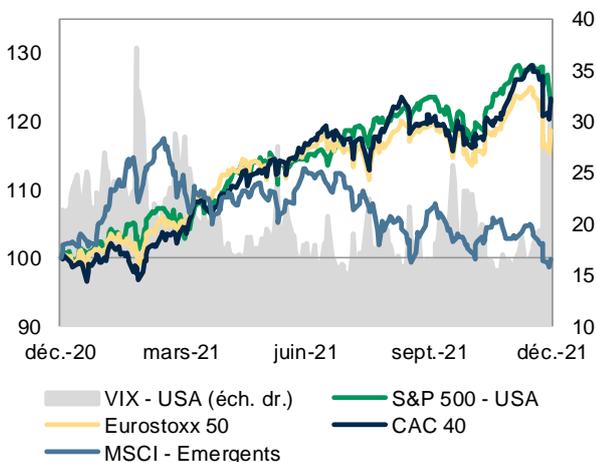
Pdb, dette en EUR à dix ans



Source : Thomson Reuters

### Marché actions

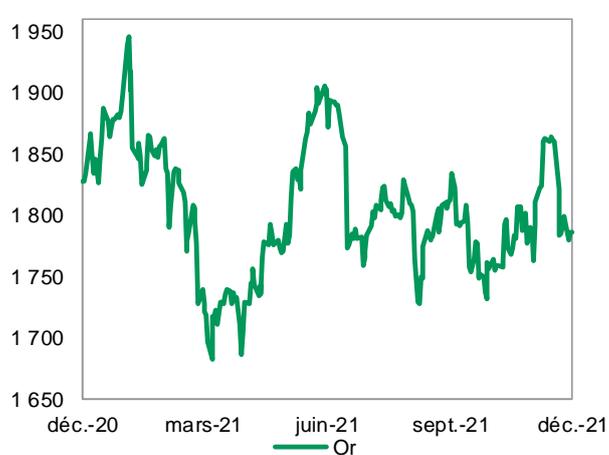
Indice boursiers (100 = début de période) et volatilité VIX



Source : Thomson Reuters

### Cours de l'once d'or

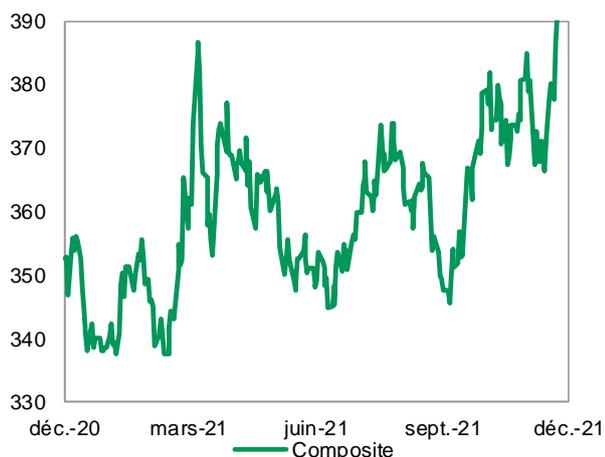
USD/Once troy (Londres)



Source : Thomson Reuters

### Spreads souverains émergents avec le T-Bond

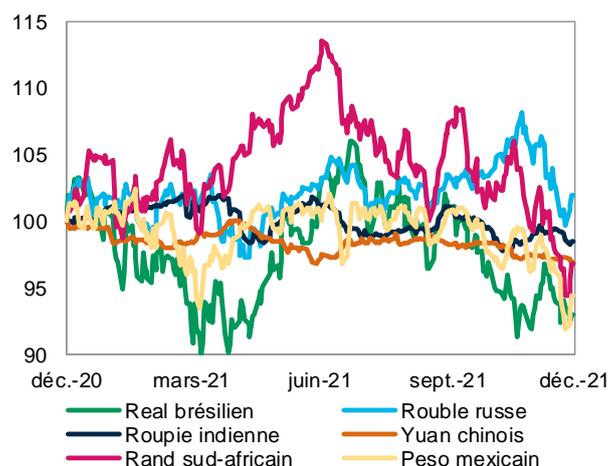
Indices EMBI+ (pdb, dette en USD de plus d'un an)



Source : JP Morgan

### Devises émergentes

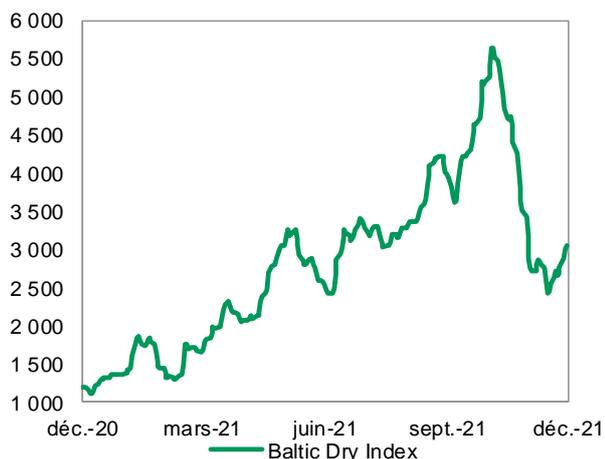
/USD (indice 100 = début de période)



Source : Thomson Reuters

### Coût du transport maritime de vrac sec

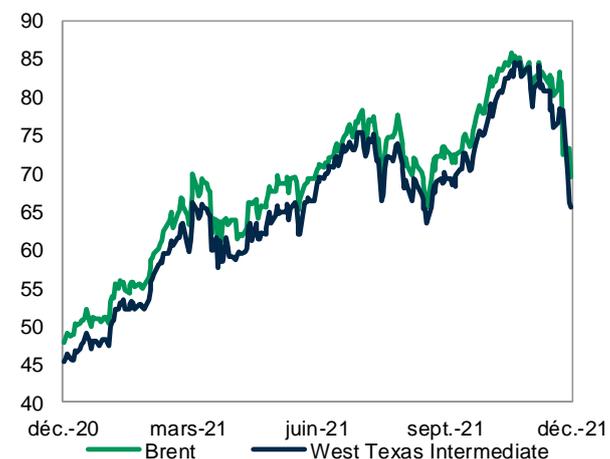
Baltic Dry Index (USD/point)



Source : Baltic Exchange

### Cours du baril de pétrole brut en USD

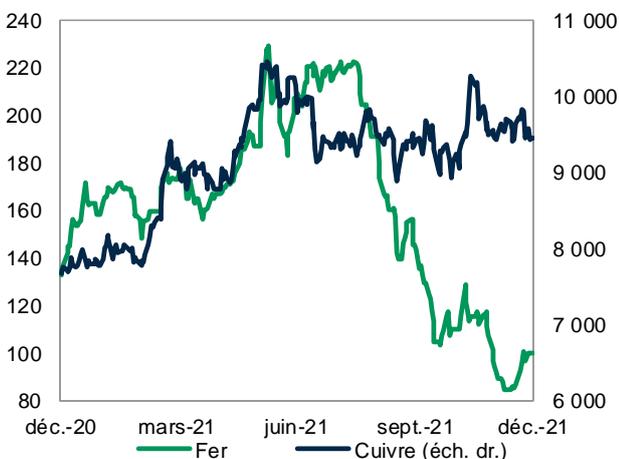
Brent (mer du Nord) et WTI (golfe du Mexique)



Source : Thomson Reuters

### Cours des métaux

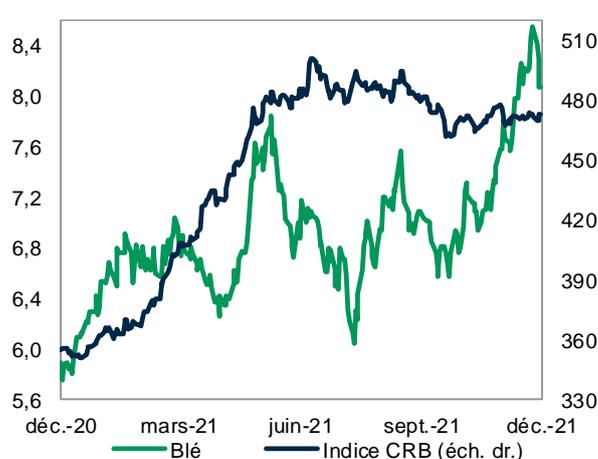
USD/tonne métrique



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
02/12/2021	<a href="#">Asie – Les nuances de la transition démographique</a>	Asie
01/12/2021	<a href="#">France - Le climat des affaires progresse dans tous les secteurs en novembre</a>	France
30/11/2021	<a href="#">Chine – Le grand pari de Xi Jinping</a>	Asie
30/11/2021	<a href="#">L'Europe se consolide au centre et au sud</a>	Zone euro
29/11/2021	<a href="#">L'OBSERVATOIRE financier des entreprises agroalimentaires</a>	Agroalimentaires
25/11/2021	<a href="#">Des banques centrales sous influence</a>	Banques centrales
23/11/2021	<a href="#">Qatar – Prix et volumes du gaz en hausse et fin de l'embargo soutiennent la croissance</a>	Qatar
22/11/2021	<a href="#">Asean – La très longue route de la reprise</a>	Asean
19/11/2021	<a href="#">Monde – L'actualité de la semaine</a>	Monde
10/11/2021	<a href="#">Pays émergents – Transition énergétique : bilan des émissions CO2 &amp; premières analyses</a>	Pays émergents
09/11/2021	<a href="#">Royaume-Uni – La BoE, partagée, a maintenu le statu quo en novembre</a>	Royaume-Uni
08/11/2021	<a href="#">Pays développés – G1, G20, G18 : le retour du multilatéralisme se fait à petits pas</a>	Monde
05/11/2021	<a href="#">Monde – L'actualité de la semaine</a>	Monde
04/11/2021	<a href="#">Chine – Le problème immobilier ou la quadrature du cercle chinois</a>	Chine
03/11/2021	<a href="#">Zone euro – Scénario 2021-2022 : une reprise brouillée par des déséquilibres temporaires</a>	Zone euro
03/11/2021	<a href="#">Italie – Scénario 2021-2022 : une sortie de crise robuste</a>	Italie
03/11/2021	<a href="#">Émergents – Et les jeunes ?</a>	Géo-économie

### Études Économiques Groupe – Crédit Agricole S.A.

12, place des États-Unis – 92127 Montrouge Cedex

**Directeur de la publication :** Isabelle JOB-BAZILLE

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

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

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

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

**Asie :** Sophie WIEVIORKA

**Amérique latine :** Catherine LÉBOUGRE (coordination scénario)

**Afrique du Nord, Moyen-Orient :** Olivier LE CABELLEC

**Afrique sub-saharienne :** Thibault ALIX

**Documentation :** Dominique PETIT, Elisabeth SERREAU

**Statistiques :** Robin MOURIER, Alexis MAYER

**Réalisation et Secrétariat de rédaction :** Véronique CHAMPION

**Contact :** [publication.eco@credit-agricole-sa.fr](mailto:publication.eco@credit-agricole-sa.fr)

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

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

**Application 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.*