

Perspectives

Hebdomadaire – N°21/393 – 17 décembre 2021

MONDE – L'actualité de la semaine

L'équipe de *Perspectives Monde* vous souhaite de bonnes fêtes de fin d'année
et vous donne rendez-vous le 7 janvier 2022

☞ Des banques centrales plus préoccupées par l'inflation que par la Covid-19	2
☞ La BCE tranche prudemment sur son scénario d'inflation et allonge son horizon de moyen terme	3
☞ France : la 5 ^e vague inquiète les professionnels des services	4
☞ Zone euro : l'activité du T4 échappera-t-elle au nouveau « coup de froid sanitaire » ?.....	4
☞ Allemagne : la nouvelle vague épidémique pèse sur le climat des affaires.....	5
☞ Espagne : défaillances, +10,8% sur un an en octobre	5
☞ Au Royaume-Uni, l'inflation CPI atteint 5,1% en novembre, un plus haut depuis plus de dix ans.....	7
☞ Royaume-Uni : le marché du travail a continué de se resserrer malgré la fin du chômage partiel	8
☞ Omicron n'a pas empêché la BoE de monter son taux directeur en décembre.....	9
☞ Chine : ces heures qui comptent.....	10
☞ Brésil : la douloureuse mutation du « quoi qu'il en coûte »	11
☞ Émirats Arabes Unis : des réformes profondes pour dynamiser l'économie	14
☞ Irak : la dévaluation du dinar crée de l'inflation mais renforce les réserves en devises.....	14
☞ Tchad : le FMI approuve un programme en attendant une restructuration sous cadre commun	15

👉 Des banques centrales plus préoccupées par l'inflation que par la Covid-19

La semaine a été riche en réunions importantes de politique monétaire : Fed, BoE, BCE, Norges Bank. À des degrés divers, elles ont révélé un durcissement de tonalité tout en conservant des rythmes évidemment variés de normalisation monétaire.

La réunion du FOMC du 15 décembre a confirmé le brusque virage « belliciste » qui avait été manifeste dans les communications de la Fed au cours des jours précédant la réunion. En ligne avec les anticipations, la Fed a annoncé un doublement de la vitesse du *tapering* (soit une réduction des achats mensuels de 20 milliards de dollars pour les *Treasuries* et de 10 milliards de dollars pour les titres adossés à des créances hypothécaires à partir de janvier 2022). À ce rythme-là, la Fed va conclure ses achats d'actifs à la mi-mars 2022 contre mi-juin, selon le calendrier précédent. La Fed a laissé la porte ouverte à de futurs ajustements du rythme de réduction si les perspectives économiques les rendaient nécessaires. La réaction immédiate des post-FOMC a été positive avec des indices actions en hausse, des rendements de trésor plus élevés mais un aplatissement supplémentaire de la courbe. Le ton optimiste de Jerome Powell anticipant une économie résiliente face au nouveau variant Omicron semble avoir rassuré les marchés. Les projections économiques mises à jour font état de révisions à la hausse de l'inflation, à la baisse du taux de chômage et tablent sur un rythme de croissance du PIB toujours supérieur à la croissance de long terme. La croissance pour 2021 a été revue à la baisse (à 5,5% contre 5,9% prévu en septembre) mais à la hausse pour 2022 (2,6% contre 2,2% en septembre).

La Fed est préoccupée par les pressions inflationnistes qu'elle attribue aux « déséquilibres de l'offre et de la demande liés à la pandémie et à la réouverture de l'économie ». Elle ne qualifie plus l'inflation comme « transitoire » (le mot ayant été supprimé du communiqué, comme dans le récent discours du président Powell au Congrès). Le caractère plus généralisé de l'inflation est mis en exergue. Les données d'inflation du mois d'octobre sont vues comme un point d'inflexion clé révélant un élargissement des pressions sur les prix en comparaison au début du printemps lorsque les hausses des prix étaient concentrées dans une poignée de catégories. En outre, l'économie a fait des « progrès rapides » vers l'emploi maximum malgré quelques déceptions persistantes concernant la participation. J. Powell a clairement indiqué qu'une hausse de taux était possible avant que l'emploi maximum ne soit atteint si les pressions inflationnistes restent préoccupantes.

Conformément à ces considérations, le nouveau « *dot plot* » montre des anticipations de taux plus *hawkish*. La médiane des opinions des gouverneurs signale trois hausses de taux en 2022, trois en 2023 et deux en 2024, un resserrement donc plus avancé

et soutenu que dans le « *dot plot* » de septembre où les gouverneurs voyaient la première hausse de taux fin 2022/début 2023. Les marchés anticipent désormais que la première hausse de taux se produise lors de la réunion du FOMC de mai ou de juin.

Les huit hausses de taux de 2022 à 2024 incluses dans le *dot plot* porteront le taux cible des *Fed funds* à une fourchette comprise entre 2,00% et 2,25% d'ici la fin de 2024. Malgré le signal d'une trajectoire de hausse des taux plus agressive, Jerome Powell a réitéré que le premier relèvement de taux ne se produira qu'après la fin du *tapering*. Cela dit, il n'a pas insisté sur la dissociation des deux décisions contrairement aux communications précédentes, lorsqu'il avait souligné qu'il n'y avait pas de « lien mécanique » entre le *tapering* et la hausse de taux.

La BCE reste la moins *hawkish* des grandes banques centrales (les anticipations d'inflation restant bien inférieures à sa cible à moyen terme) mais confirme néanmoins l'arrêt imminent de sa facilité liée à la pandémie (PEPP en mars 2022) avec une hausse légèrement moins importante que prévu de l'APP pour le compenser et une absence d'assouplissement supplémentaire des conditions de TLTRO III.

C'est sans doute la BoE qui est la banque la plus *hawkish*. Confortée par les bons chiffres du chômage et une inflation toujours plus élevée que prévu, elle a annoncé une hausse surprise de son taux de base qui passe de 0,1% à 0,25%. En dépit de l'incertitude liée au variant Omicron, elle a décidé de ne pas attendre février prochain pour relever son taux. La livre sterling s'est appréciée de près de 1% sur la semaine en termes effectifs et la courbe de taux s'est légèrement aplatie avec une hausse du taux 2 ans de 7 points de base tandis que le taux dix ans est resté stable. Enfin, la Norges Bank a aussi procédé à un relèvement de son taux directeur, comme attendu, pour la deuxième fois cette année.

Malgré la sortie de l'accommodation d'urgence, les taux longs sont restés relativement stables en raison de l'aversion au risque lié au variant Omicron et/ou de consolidation de scénarios d'inflation encore essentiellement transitoire. Sur la semaine, les indices actions se replient modérément (-0,9% pour le S&P 500, -1,2% pour l'Eurostoxx 50, -1,2% pour le MSCI Emerging markets). Les révisions à la baisse des rythmes de croissance à court terme ont pesé sur le cours du pétrole qui se replie de 2,1% sur la semaine, alors que l'or, valeur refuge par excellence contre l'inflation, progresse (+1,6%).

Éditorial

La BCE tranche prudemment sur son scénario d'inflation et allonge son horizon de moyen terme

Dans son discours du 24 novembre, F. Panetta, membre du Conseil des gouverneurs de la BCE, avait présenté sa classification du risque inflationniste en trois catégories : le bon, la brute et le truand.

La « bonne » inflation est celle qui ressort d'une demande robuste, d'une production à son niveau potentiel, avec une inflation sous-jacente et des anticipations ancrées à l'objectif de la banque centrale, et une dynamique salariale cohérente avec un tel objectif et avec les gains de productivité. Ce cercle vertueux alimente la croissance du revenu disponible et renforce la demande.

L'inflation est en revanche une « brute » lorsqu'elle dérive de chocs d'offre qui dépriment l'activité et érodent le revenu disponible. Cette situation demande une certaine patience de la part des banques centrales afin d'éviter toute restriction monétaire qui pourrait se traduire par une récession. Les manuels de macroéconomie suggèrent même une plus forte accommodation monétaire.

Enfin, un scénario inflationniste passe de « brute » à « truand » lorsque les anticipations d'inflation ne sont plus ancrées sur la cible de la banque centrale, et qu'une spirale de transmission de la hausse des prix des intrants aux prix de production et aux salaires s'enclenche justifiant l'intervention de la banque centrale.

La BCE, en ajustant ses prévisions d'inflation, achète le scénario de la « brute ». Elle remonte sa prévision d'inflation pour 2022 de 1,7% à 3,2% mais cette révision est bien plus modeste à l'horizon 2023 (de 1,5% à 1,8%) et sa projection d'inflation en 2024 est toujours inférieure à sa cible. C'est donc une inflation toujours transitoire et déterminée par un choc d'offre ayant des effets limités sur l'inflation sous-jacente dont la prévision est revue à la hausse, de 1,4% à 1,9% en 2022 et de 1,5% à 1,7% en 2023.

L'impact sur la croissance est modérément négatif en 2022, avec des prévisions en baisse de 4,6% à 4,2%, et limité dans le temps, avec une révision à la hausse de la croissance en 2023 (de 2,1% à 2,9%). Une érosion du pouvoir d'achat temporaire qui ne fait donc pas dérailler la croissance et qui demande néanmoins une certaine prudence.

Alors que la montée de l'inflation et de la cinquième vague de contamination a dispersé les anticipations d'action de la BCE, des options les plus restrictives aux options plus accommodantes, le risque accru pesant sur la croissance rendait toute réponse restrictive moins probable et justifiait l'acceptation d'une déviation temporaire de l'inflation de sa cible.

Tout assouplissement supplémentaire, qui aurait surpondéré le risque de récession, devait se heurter à des considérations de stabilité financière. Une éventuelle inversion de la séquence dans les instruments de politique économique (une remontée des taux en amont de la stabilisation de la taille du bilan) pour mimer le comportement d'autres banques centrales ne répondait pas non plus à ces considérations.

Ainsi l'action de la BCE s'est concentrée sur le maintien de conditions de financement favorables, sans s'engager à maintenir des volumes importants d'achats visant à éviter toute hausse de la partie longue de la courbe, mais en promettant de fournir un *back-stop* crédible contre tout risque de fragmentation.

C'est ainsi qu'elle réduit le montant de ses rachats de titres dans le cadre du programme d'urgence PEPP et qu'elle les arrête dès avril 2022. Mais elle étend d'un an, jusqu'à la fin 2024, l'horizon de réinvestissement en conservant toute la flexibilité du programme et se tient prête à reprendre les achats en cas de choc négatif lié à la pandémie.

L'horizon s'allonge aussi grâce à l'augmentation des montants d'achats dans le cadre du programme standard, l'APP, à 40 Mds€ au T1 2022 et à 30 Mds€ au T2 pour revenir au rythme actuel de 20 Mds€ par mois dès octobre 2022.

Toute décision sur la suite à donner au programme de TLTRO III est en revanche renvoyée à la prochaine réunion.

Zone euro

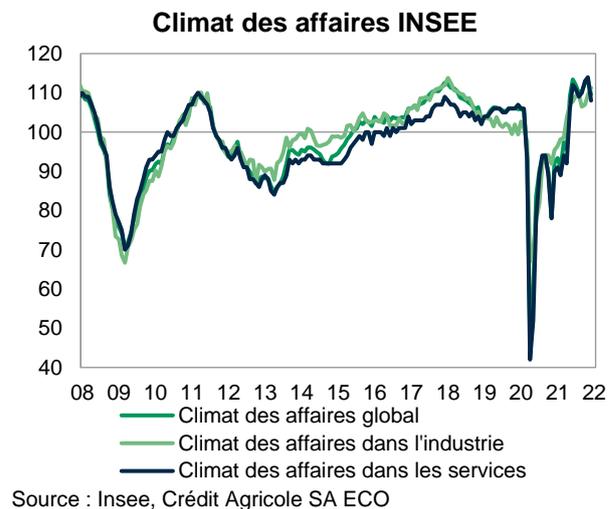
France : la 5^e vague inquiète les professionnels des services

Le climat des affaires chute de 6 points dans les services au mois de décembre. À 108, il reste cependant supérieur à sa moyenne historique (100). L'incertitude augmente pour les professionnels. Les perspectives d'activité pour les prochains mois se réduisent et les perspectives d'évolution des effectifs sont également en baisse. Par secteur, le principal recul provient de l'hébergement-restauration. Le climat des affaires du secteur recule de 18 points, passant de 116 en novembre à 98. Les professionnels craignent notamment la mise en place de nouvelles restrictions sanitaires ainsi que l'annulation de certaines réservations à l'approche des vacances scolaires.

Dans l'industrie manufacturière, le climat des affaires progresse légèrement à 111 après 110 en novembre. Les perspectives de production s'améliorent malgré une hausse de l'incertitude économique. Le climat des affaires reste toutefois particulièrement bas dans le secteur des matériels de transport. L'aéronautique et l'automobile ont en effet plus de difficultés à retrouver leurs niveaux d'activités d'avant-crise et sont respectivement touchées par des contraintes de demande et par les

tensions sur les chaînes de valeur mondiales comme la pénurie de semi-conducteurs.

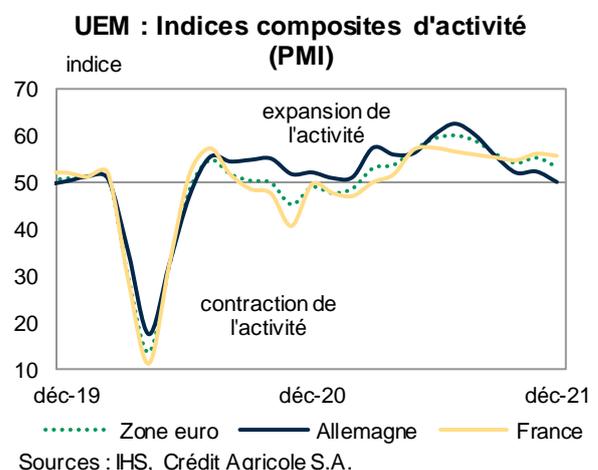
Au total, le climat des affaires dans l'ensemble de l'économie perd 3 points et s'établit à 110 au mois de décembre, un niveau toujours élevé.



Notre opinion – L'avancée de la 5^e vague épidémique a entraîné la mise en place de restrictions sanitaires comme la fermeture des discothèques pour une période de quatre semaines à partir du 10 décembre. Face à l'émergence du variant Omicron et à la hausse des cas de Covid-19, les professionnels des services semblent craindre la mise en place de nouvelles restrictions pouvant peser sur leurs activités, en particulier dans l'hôtellerie-restauration et notamment la réinstallation des jauges. À ce jour, les impacts économiques sont cependant difficiles à mesurer. Les mesures sanitaires mises en place jusqu'à présent n'affectent que des secteurs ayant un poids assez faible dans notre économie. L'éventuel impact négatif passerait plutôt par une éventuelle crainte de l'épidémie des consommateurs qui pourraient alors limiter leurs interactions sociales ou décider d'annuler leurs réservations pour les vacances de fin d'année. Nous maintenons cependant notre prévision d'une croissance autour de 0,7% au quatrième trimestre pour une croissance annuelle du PIB à 6,8% en 2021.

Zone euro : l'activité du T4 échappera-t-elle au nouveau « coup de froid sanitaire » ?

L'indice composite des directeurs d'achat en zone euro est ressorti en baisse au mois de décembre à 53,4 points contre 55,4 pts le mois précédent. Il signale ainsi un ralentissement de l'activité de la zone en toute fin d'année. Le détail par composantes signale une relative stabilité du secteur manufacturier dont le rythme d'expansion demeure élevé (indice à 58 pts) tandis que les activités de services subissent un ralentissement prononcé (53,3 pts en décembre après 55,9 pts le mois précédent). La ventilation par pays nous indique que la France connaît un léger ralentissement de son activité en décembre, même si celle-ci demeure à un niveau toujours élevé (55,6 pts). En revanche, l'activité allemande stagne au mois de décembre, une première depuis un an, en raison du regain épidémique outre-Rhin qui impose des restrictions



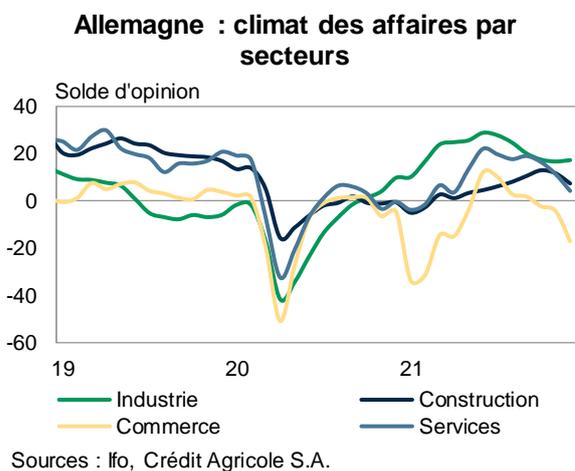
sanitaires sévères sur les activités de restauration, hébergement, tourisme et activités de loisirs, poussant l'indice d'activité des services en zone de contraction pour la première fois depuis 10 mois (48,4 pts). Si globalement, les commandes manufacturières se sont maintenues à un niveau élevé dans les deux principaux pays et dans la zone, les

commandes dans les services se sont nettement repliées en Allemagne, tirant l'ensemble de la zone à la baisse. Les créations d'emplois demeurent importantes dans les deux pays quoiqu'en léger ralentissement. Les pressions inflationnistes demeurent toujours présentes en fin d'année mais se sont néanmoins atténuées.

☑ Notre opinion – L'activité en zone euro ralentit légèrement au mois de décembre, tirée à la baisse par l'Allemagne qui subit les effets récessifs des nouvelles mesures sanitaires imposées sur les activités de services pour contrer la nouvelle vague épidémique. Les problèmes d'approvisionnements en matières premières et biens intermédiaires persistent mais dans une moindre ampleur. Le risque d'une croissance nulle au dernier trimestre en Allemagne augmente mais la croissance de l'activité des mois d'octobre et de novembre, devrait néanmoins permettre d'éviter un repli du PIB au T4. Les effets potentiels de cette nouvelle vague restent pour l'instant limités dans les autres principaux pays de la zone mais les incertitudes sur la protection vaccinale sont élevées et un décalage dans les pics épidémiques n'est pas exclu mettant ainsi la croissance du premier trimestre 2022 à risques.

👉 Allemagne : la nouvelle vague épidémique pèse sur le climat des affaires

L'indice du climat des affaires allemand a chuté de 1,9 point au mois de décembre affichant ainsi un sixième mois de repli consécutif. Les anticipations à six mois des entreprises sont elles aussi en berne, lestées par la hausse des prix de production, les problèmes d'approvisionnement et la situation sanitaire jugée critique en Allemagne. Le détail de l'enquête par secteurs nous précise que la situation est jugée encore satisfaisante dans l'industrie et la construction mais qu'elle s'est sérieusement contractée dans les ventes au détail et nettement détériorée dans les services. Les anticipations à six mois sont particulièrement négatives dans les secteurs de la construction, de la vente au détail et des services, seul le secteur manufacturier semble tenir encore la promesse d'une croissance soutenue à venir grâce à des carnets de commandes remplis.



☑ Notre opinion – Le climat des affaires allemand s'est davantage assombri au mois de décembre en raison du retour des restrictions sanitaires dans la plupart des Länder pour juguler cette nouvelle vague de Coronavirus qui sévit depuis le mois de novembre dans le pays. Les ventes au détail et les activités de services sont particulièrement impactées par ces effets. Le risque baissier sur notre scénario de croissance déjà révisé à la baisse à hauteur de 0,2% (en variation trimestrielle) au T4 reste vraisemblable au regard de la détérioration rapide des indicateurs conjoncturels.

👉 Espagne : défaillances, +10,8% sur un an en octobre

Depuis le début de l'année, 18 600 entreprises ont définitivement fermé leurs portes en Espagne, soit 18% de plus que l'année dernière, alors même que l'économie commençait tout juste à se redresser après le choc de la crise du Covid-19. Le nombre de liquidations d'entreprises a augmenté de 10,8% en octobre par rapport au même mois en 2020, selon les dernières données publiées par l'INE. Au total, 1 760 entreprises ont été détruites en octobre, alors qu'au cours du même mois de 2020, les liquidations ont atteint 1 589 entreprises.

Les entreprises sont plus nombreuses à être détruites qu'en 2020, mais elles sont aussi plus nombreuses à être créées. Au cours des dix premiers mois de l'année, un total de 84 563 entreprises a vu le jour. Un chiffre qui dépasse non seulement le chiffre de 2020, mais aussi les records de créations d'entreprises avant la pandémie. Entre janvier et octobre 2021, 79 524 entreprises ont été créées en Espagne, environ 5 000 entreprises de plus qu'avant la crise. Ces chiffres pourraient toutefois être le résultat du rattrapage après le ralentissement de l'activité en 2020. Les mois de confinement d'abord,

et les restrictions d'activité, ensuite, ont généré des goulots d'étranglement dans les registres, où les demandes de création et de dissolution s'accumulaient, demandes qui ont été traitées au cours de mois successifs.

La donnée inquiétante est l'arrêt des créations d'entreprises. Le nombre de nouvelles sociétés commerciales a diminué de 0,6% par rapport au même mois en 2020, mettant fin à huit mois consécutifs de taux positifs en rythme annuel.

✓ Notre opinion – *Le ralentissement de la reprise économique en Espagne pèse plus que prévu sur le tissu productif. À tel point que le pays terminera cette année avec la plus forte hausse des défaillances au niveau mondial : 24% de plus qu'en 2019, selon les dernières prévisions du Conseil général des économistes d'Espagne (CGE). À quelques semaines de la fin de l'année 2021, l'économie espagnole reste 5% en dessous du niveau de mars 2020. En revanche, des pays comme l'Allemagne, la France et l'Italie ont déjà dépassé leurs niveaux d'activité d'avant-crise. À ce scénario s'ajoutent les prévisions peu encourageantes, selon lesquelles il faudra à l'Espagne entre trois et quatre trimestres pour retrouver le niveau d'avant le printemps dernier. Ce retard, selon le CGE, pénalise le redémarrage des entreprises et de l'emploi et en conséquence, on s'attend à ce que d'ici 2022, l'Espagne reste dans le top 10 mondial des pays où l'augmentation des faillites est la plus forte par rapport à 2019, avec une augmentation de 26% en 2022.*

Le moratoire sur les faillites, prévu jusqu'au 31 décembre 2021 et que le gouvernement a prolongé en novembre dernier jusqu'à juin 2022, a permis de contenir l'augmentation prévisible des défaillances en Espagne, qui jusqu'au troisième trimestre de cette année avait enregistré 3 169 faillites, soit 38 de plus qu'en 2020. Sur ce total, la majorité correspond aux indépendants, qui ont représenté près de 1 500 cas jusqu'à présent cette année. Les chiffres montrent également que jusqu'en 2020, l'entreprise majoritaire en Espagne dans les procédures d'insolvabilité était la micro-PME, avec 53% du nombre total de ces procédures. Leur poids dans l'économie nationale rend urgente la mise en place de mécanismes de restructuration pour éviter qu'elles ne se retrouvent en liquidation.

L'Espagne est le pays européen où le taux d'insolvabilité est le plus faible : seules 13 entreprises sur 10 000 déposent une demande d'ouverture de procédure d'insolvabilité, ce qui est bien inférieur à la moyenne européenne d'environ 52 entreprises sur 10 000. Cette différence est en grande partie due à la difficulté d'accès à la procédure judiciaire. À cet égard, la CGE a souligné le fait que le projet de loi sur la réforme de l'insolvabilité présente des améliorations en termes de détection de l'insolvabilité probable et de promotion de la restructuration. Toutefois, l'organisme estime qu'il existe encore des points à améliorer, tels que le poids excessif du rôle du débiteur dans les procédures pour les micro-entreprises et la déréglementation des praticiens de l'insolvabilité.

Royaume-Uni

Au Royaume-Uni, l'inflation CPI atteint 5,1% en novembre, un plus haut depuis plus de dix ans

Les indices des prix à la consommation ont fortement grimpé en novembre, dépassant une fois de plus et d'une marge significative les anticipations. La hausse du CPI a atteint 5,1% sur un an après 4,2% en octobre (et 3,1% en septembre), soit 0,3 point de pourcentage au-dessus des anticipations du consensus. Il s'agit d'un plus haut depuis septembre 2011. L'inflation CPI avait alors atteint un pic à 5,2%. Le CPI sous-jacent (hors énergie, produits alimentaires, alcool et tabac) enregistre aussi un rebond significatif : 4% sur un an en novembre (un plus haut depuis juillet 1992), après 3,4% en octobre et également supérieur aux anticipations (consensus : 3,7%, Crédit Agricole : 3,8%). En variation mensuelle, le CPI total et le CPI sous-jacent bondissent de 0,7% et 0,5% respectivement, ce qui est bien au-delà de la moyenne historique pour cette période de l'année (0,1% entre 2002 et 2019).

À l'exception des secteurs de la restauration et de l'hôtellerie, de l'éducation et de la communication, la plupart des grands sous-indices enregistrent un net rebond du taux d'inflation.

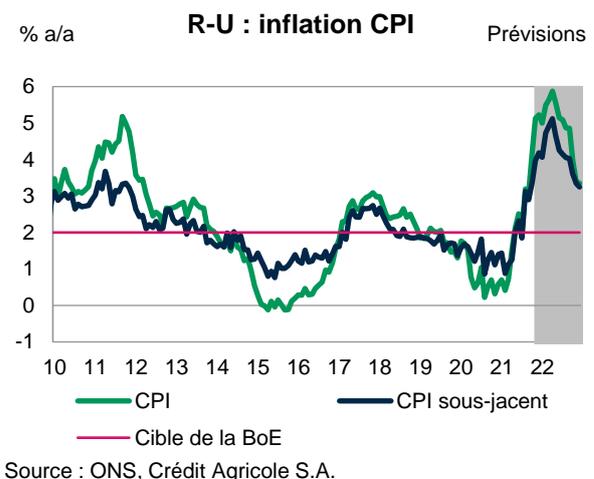
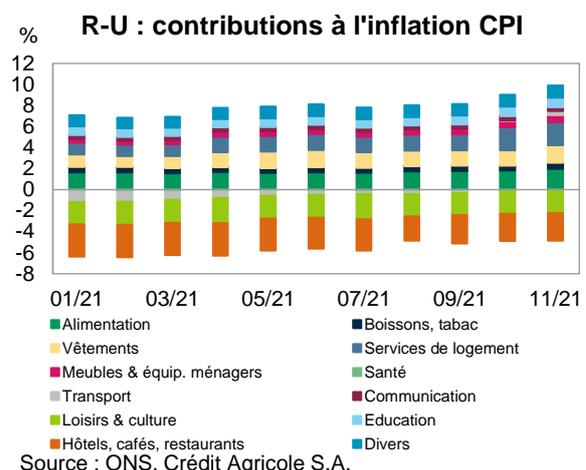
Ce sont les prix du transport qui contribuent le plus à la variation du taux d'inflation CPI sur le mois (pour 0,33 point de pourcentage). Ils enregistrent une hausse de 12,5% sur un an (après 9,9% en octobre), qui s'explique surtout par la hausse du prix de l'essence (de 28,5% sur un an après 21,5% en octobre) et celle des voitures d'occasion (27,1% après 22,8% en octobre). Selon l'ONS, le prix moyen de l'essence a atteint un niveau record en novembre à 145,8 pence le litre contre 112,6 pence un an auparavant. Les prix des voitures d'occasion ont augmenté de 31,3% entre avril et novembre 2021, la production de véhicules neufs étant contrainte par les pénuries de puces électroniques et ayant donc des difficultés à satisfaire le rebond de la demande consécutif à la réouverture de l'économie.

Une accélération des prix dans le secteur vestimentaire (+3,5% sur un an après -0,4% en octobre) contribue pour 0,24 point de pourcentage supplémentaire à la variation du taux d'inflation CPI sur le mois. Cette accélération est due aux baisses des prix à la même période l'année dernière en raison de la réintroduction de restrictions sanitaires.

D'autres contributions positives sont apportées, les prix des produits alimentaires, d'alcool et de tabac (en hausse de 3,2% sur un an après 1,4% en octobre), en partie dues à une hausse de la taxe sur le tabac. On note aussi la hausse des prix dans les

loisirs et la culture (+3,3% après 2,5%). Ces contributions positives sont compensées en partie par une décélération des prix dans la restauration et l'hôtellerie (à 5,2% sur un an après 6,3% en octobre et depuis un plus haut à 8,6% en août).

Comme le montre le graphique ci-dessous, les services de logement, les produits alimentaires et les prix des vêtements demeurent les principaux contributeurs au taux d'inflation CPI. Les services de logement apportent 2,2 points de pourcentage au taux d'inflation, ce qui constitue un plus haut historique et s'explique par les variations des prix de l'énergie par Ofgem (le régulateur britannique pour les marchés du gaz et de l'électricité). Selon l'ONS, après des hausses du plafond des prix en avril 2021 et une nouvelle fois en octobre 2021, le taux d'inflation sur 12 mois des prix a atteint 18,8% pour l'électricité et 28,1% pour le gaz en octobre 2021.



Notre opinion – Dans son monetary policy report de novembre, la BoE anticipait une inflation CPI à 4,5% en novembre et un pic à près de 5% seulement au printemps. Le chiffre actuel constitue donc une réelle surprise. Toutefois, l'analyse de ces moteurs délivre de bonnes nouvelles qui confirment le caractère transitoire de l'inflation élevée. La surprise de l'inflation de novembre est pour la majeure partie due à des

éléments volatils et bien identifiés : énergie, voitures d'occasion, prix des vêtements, alimentation et tabac. L'inflation dans l'hôtellerie et la restauration s'est en outre modérée.

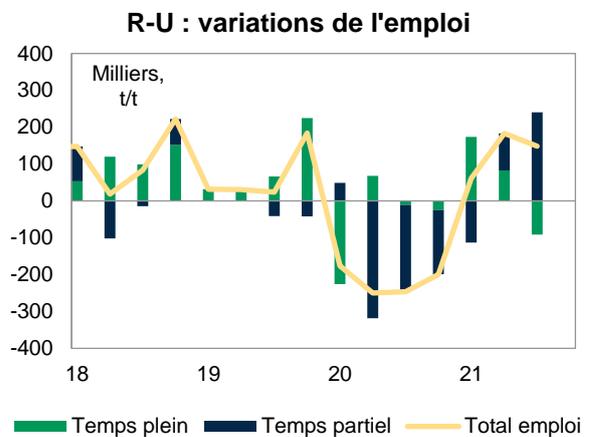
Les prix de l'énergie demeurent un contributeur majeur, avec une hausse de 25,6% sur un an (après 22,3% en octobre), un plus haut depuis septembre 2008. À terme, ils devraient finir par se stabiliser. À court terme toutefois, ils vont continuer de pousser le taux d'inflation vers le haut. Le pic est attendu au mois d'avril 2021 en raison d'une nouvelle hausse significative des tarifs de gaz et d'électricité par Ofgem – due à la forte hausse récente des prix du gaz sur les marchés.

L'inflation des prix des biens hors énergie accélère (4,8% en novembre, un plus haut depuis mars 1992, après 3,5% en octobre) mais cela reflète un déséquilibre offre/demande, largement une conséquence de la pandémie, des perturbations dans les chaînes de production mondiales et des pénuries d'entrants tels que les semi-conducteurs. Le déséquilibre offre/demande dans les secteurs des biens devrait encore persister dans les prochains mois mais finira par se résorber avec la modération anticipée de la demande de biens et la normalisation, quoique lente et incertaine, des problématiques d'offre. Par ailleurs, l'inflation des services augmente mais reste bien inférieure à celle des biens (3,3% après 3,2% en octobre) et est elle-même tirée par les services à forte sensibilité énergétique comme ceux de transport.

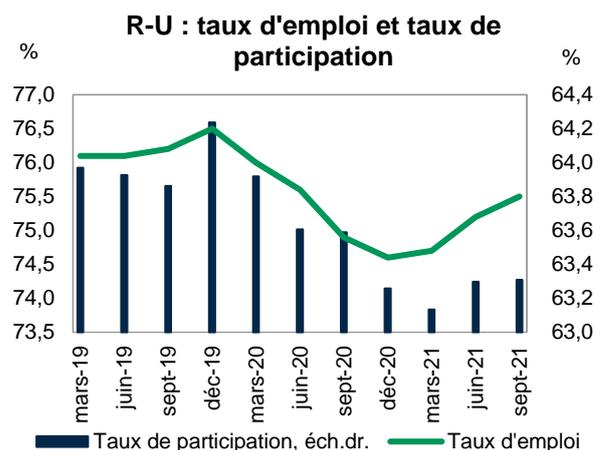
 **Royaume-Uni : le marché du travail a continué de se resserrer malgré la fin du chômage partiel**

Malgré la fin du dispositif de chômage partiel au 30 septembre, le taux d'emploi a augmenté de 0,2 point de pourcentage à 75,5% sur les trois mois à fin octobre, porté par un fort rebond des emplois à temps partiel (+240 000). Ayant fortement baissé au cours de la pandémie, les emplois à temps partiel demeurent inférieurs de 6% (soit près de 550 000) à leur niveau d'avant-crise, contrairement aux emplois à temps plein qui ont largement retrouvé leur niveau d'avant-crise. Le taux d'emploi se situe 1 point de pourcentage en-dessous de son niveau du T4-2019. Le taux de chômage a baissé de 0,4 point de pourcentage par rapport à la période de mai à juillet, à 4,2%, s'approchant de son niveau de février 2020 de 4%.

La demande de main-d'œuvre reste soutenue. Le nombre de postes à pourvoir a atteint un nouveau record à plus de 1,2 million sur les trois mois à fin novembre. La croissance des rémunérations demeure élevée (4,3% sur les trois mois à fin octobre pour les salaires, 4,9% pour la rémunération totale) même si elle baisse pour le quatrième mois consécutif, en raison de la dissipation des effets de base et de composition. En parallèle, la reprise de l'offre sur le marché du travail reste timide malgré la fin des aides d'État. La population active peine à se redresser significativement (500 000 actifs manquant par rapport à la situation d'avant-crise). Le taux de participation s'est stabilisé à un niveau bas, 63,3%, soit près de 1 point de pourcentage en-dessous de son niveau d'avant-crise. Les heures travaillées plafonnent depuis trois mois à un niveau légèrement inférieur à celui d'avant-crise (-1%).



Source : ONS, Crédit Agricole S.A.



Source : ONS, Crédit Agricole S.A.

☑ Notre opinion – *La fin du chômage partiel n'a pas conduit à un raz-de-marée de licenciements sur le marché du travail. Le taux de chômage a continué de baisser grâce à la reprise de l'emploi partiel sur fond de demande de main-d'œuvre extrêmement soutenue, tandis qu'environ un demi-million d'actifs manquent sur le marché depuis le début de la crise. Avec une offre de main-d'œuvre rétrécie, le marché est proche du plein emploi : les capacités non-utilisées au sens large (chômeurs au sens du BIT, travailleurs involontaires à temps partiel et temporaire qui souhaitent travailler à temps plein et inactifs désirant travailler) ont baissé à 13,6% de la population active, soit très proche de la moyenne de 2019 (13%).*

Omicron n'a pas empêché la BoE de monter son taux directeur en décembre

La BoE a décidé de monter son taux directeur en décembre de 0,15 point de pourcentage à 0,25%. Le MPC a voté quasiment à l'unanimité (8 contre 1). La décision a été une surprise pour la majorité du consensus (nous inclus) qui, en raison de l'incertitude liée au variant Omicron, tablait sur le report de la première hausse de taux au mois de février prochain. La BoE annonce que sa prévision de PIB pour le T4 a été revue à la baisse à 0,6% en variation trimestrielle (contre 1,1% précédemment) et que le variant Omicron devrait peser sur le PIB en décembre et au T1-2022. Mais elle note aussi la résilience de l'économie, en particulier celle de la consommation des ménages, aux vagues successives de l'épidémie et le fait que l'impact d'Omicron sur les perspectives d'inflation à moyen terme est incertain.

Pour la BoE, c'est la poursuite du resserrement du marché du travail qui a motivé sa décision de monter les taux et plus généralement les données sur l'inflation. La BoE note que « le marché du travail est serré et a continué de se resserrer, et il y a des signes de plus de persistance dans les pressions domestiques sur les coûts et les prix ». La fin du chômage partiel n'a pas conduit à un affaiblissement du marché du travail au vu des données disponibles. La BoE prévoit à présent une baisse du taux de chômage à 4% au T4 et estime que la croissance

des salaires, corrigée des effets de base et de composition, est supérieure à son rythme d'avant-crise. Elle note que les dernières données d'inflation ont été significativement plus élevées que prévu au niveau des biens *core* et dans une moindre mesure des services.

L'inflation devrait rester supérieure à 5% au cours de l'hiver et atteindre un pic à près de 6% en avril (soit 1 point de pourcentage supérieure à la prévision du *monetary policy report* de novembre) essentiellement en raison de l'impact sur les tarifs de gaz et d'électricité de la hausse des prix du gaz sur les marchés. Les indicateurs de court terme (indices PMI, *Bank's Agents*) suggèrent qu'il y a des risques haussiers sur les prévisions d'inflation à court terme, en raison du passage accru de la hausse des coûts (énergie et salaires) dans les prix. Néanmoins, la BoE pense toujours que l'inflation CPI baissera au cours de la seconde moitié de 2022.

La *forward guidance* de la BoE est restée inchangée. Un resserrement « modeste » de la politique monétaire devrait être nécessaire au cours de la période de prévision afin de ramener l'inflation à la cible de manière soutenable. Les implications d'Omicron pour les perspectives seront étudiées à l'occasion de la revue des prévisions lors du prochain *monetary policy report* de février prochain.

☑ Notre opinion – La poursuite du resserrement du marché du travail dans un contexte d'inflation plus forte que prévu a été la principale raison motivant la décision de la BoE à monter ses taux en décembre. Elle minimise le fait que l'économie n'a pas encore retrouvé son niveau d'avant-crise et qu'Omicron va induire un ralentissement supplémentaire du rythme de croissance au cours de l'hiver. La BoE s'affirme ainsi comme la plus hawkish des grandes banques centrales des pays avancés (Fed, BCE, BoJ), alors même que son économie récupère plus lentement de la crise de la Covid-19. Cette tonalité implique une politique monétaire plus restrictive pour un niveau donné d'activité.

À supposer que l'impact du variant Omicron reste relativement limité, la BoE devrait procéder à une nouvelle hausse de taux de 25 points de base en février prochain. Le taux de base atteindra alors le seuil à partir duquel la banque centrale envisage d'arrêter de réinvestir ses titres arrivés à maturité, si les conditions économiques le justifient. Elle reste floue sur le rythme de resserrement qui devrait suivre, laissant à une libre interprétation le mot « modeste ». Les marchés anticipent trois hausses supplémentaires en 2022 avec un taux directeur à 1% au T4-2022. Ceci ne semble pas perturber la BoE. Au vu des projections de son *monetary policy report* de novembre, elle semble juger que c'est un resserrement compatible avec son objectif de ramener l'inflation CPI à la cible de 2% de manière soutenable à l'horizon des trois prochaines années.

Pays émergents

Asie

Chine : ces heures qui comptent

Evergrande : l'heure du défaut

Cette fois-ci, Evergrande n'aura pas réussi à éviter le défaut. À la fin d'une nouvelle période de grâce, la firme chinoise n'a pas pu honorer le paiement de 82,5 millions de dollars de charges d'intérêt. Dans la foulée, Fitch a été la première agence à placer l'entreprise en défaut partiel. Les porteurs de dette – internationale en particulier – se préparent maintenant à une longue et difficile restructuration, dans laquelle les autorités chinoises devraient également être impliquées.

Ces dernières n'ont pas caché que leur priorité serait de protéger les intérêts des ménages acquéreurs ou futurs acquéreurs de propriétés, et ce même si Yi Gang, le gouverneur de la Banque centrale (PBoC), a indiqué que les droits des investisseurs seraient respectés. Ces derniers s'attendent à une perte en nominal qui pourrait s'échelonner entre 60 et 80% de la créance originelle.

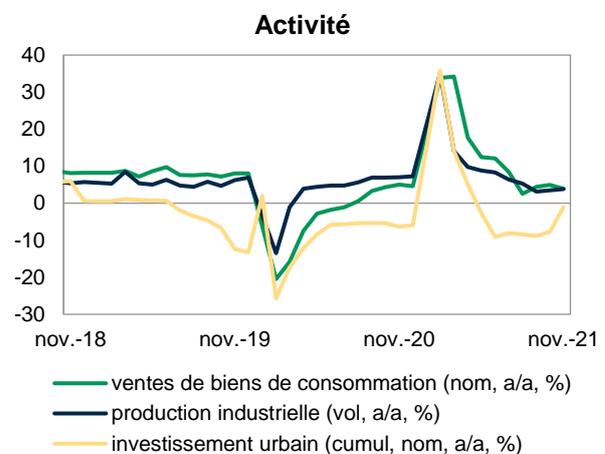
Quelles que soient les décisions prises, elles seront regardées de près par les marchés de la dette chinoise *offshore*. Celle d'Evergrande sur ce segment s'élève à 19 milliards de dollars, et le deuxième plus gros emprunteur du marché, le promoteur Kaisa a également été placé en défaut par Fitch, suite au non-paiement d'une obligation de 400 millions de dollars arrivée à maturité.

Du côté des consommateurs : (toujours) l'heure des doutes

Ces doutes sont bien sûr liés à la situation du marché immobilier et se traduisent dans la baisse des prix des logements neufs : -0,3% en novembre, du jamais vu depuis octobre 2015 et surtout un troisième mois de baisse consécutive. Au-delà des prix, l'ajustement semble d'abord se faire sur les volumes, le nombre de transactions dans le neuf ayant reculé de 14%, et pour les mises en chantier de 21%. Une situation qui commence à peser sur l'investissement en immobilisations, qui a reculé de 2,2% en novembre, pénalisé par les infrastructures et l'immobilier.

Or, l'importance du secteur immobilier dans l'économie chinoise est telle (au moins 25% du PIB), que les difficultés qu'il traverse rejaillissent sur le reste de l'économie, et notamment dans les comportements de consommation des ménages, premières victimes de ces tensions. Non seulement parce que le secteur immobilier représente environ 15% de l'emploi urbain, mais aussi parce que les ménages chinois y placent 70% de leurs actifs.

Devant les difficultés annoncées, les ménages ont une nouvelle fois modéré leurs dépenses de consommation. En novembre, les chiffres des ventes au détail ont déçu le consensus, avec une hausse de 3,9% en glissement annuel au lieu des 4,7% prévus, soit une progression d'à peine 0,5% en termes réels. Une déception qui s'ajoute à celles des mois précédents, où la consommation avait déjà été grévée par des mesures de confinement partiel, de nouvelles restrictions sanitaires et des inondations dans le nord du pays (province du Henan).



Et alors que les autorités espéraient que les célébrations du Nouvel An chinois (première semaine de février) pourraient se dérouler de manière presque normales, avec des niveaux de circulation et de consommation proches de ceux de 2019, l'apparition du nouveau variant Omicron, résistant au vaccin Sinovac selon la dernière étude de l'Université de Hong Kong¹, assombrit les perspectives. Une menace prise d'autant plus au sérieux que la cérémonie d'ouverture des Jeux olympiques de Pékin aura elle aussi lieu début février.

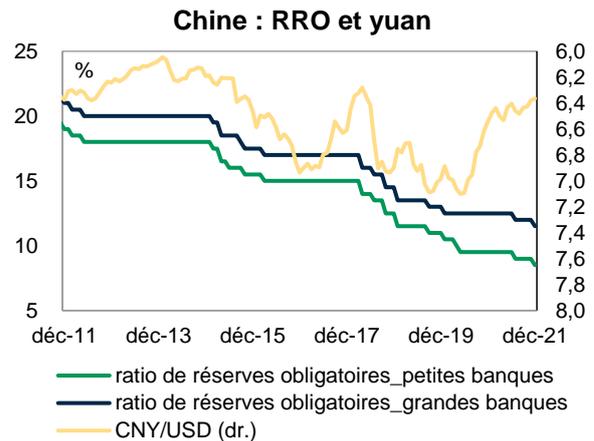
Du côté des autorités : l'heure de l'assouplissement ?

Ces dernières semaines, plusieurs signes d'assouplissement, notamment du côté de la politique monétaire ont pu être perçus. La PBoC a ainsi baissé le taux de réserves obligatoires de 50pb, ce qui a permis de libérer environ 200 milliards de dollars de nouvelles liquidités dans le système financier. De nouvelles baisses, du taux directeur cette fois, sont envisagées pour le premier semestre 2022, et ce afin de détendre le marché interbancaire.

L'objectif du gouvernement est maintenant de stabiliser la croissance en vue du 20^e Congrès du Parti, en stimulant la demande intérieure. Pour

¹ https://www.hku.hk/press/news_detail_23740.html

autant, au niveau budgétaire, les nouvelles mesures dévoilées ciblent surtout les PME et certains secteurs considérés comme stratégiques (économie verte), *via* des réductions fiscales. Des politiques toujours résolument orientées vers l'offre, alors que le problème du ralentissement chinois vient de la demande. Rien de nouveau sous le soleil un peu palissant de l'économie chinoise.



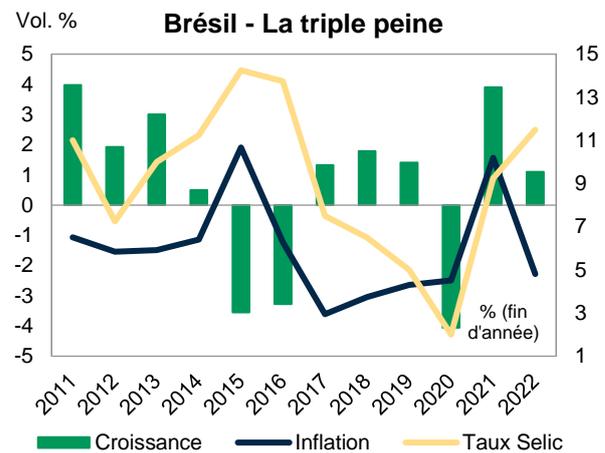
Source : PBoC

Amérique latine

Brésil : la douloureuse mutation du « quoi qu'il en coûte »

Au « quoi qu'il en coûte » expansionniste de 2020 ont succédé, en 2021, un ajustement budgétaire – qui aussi drastique soit-il reste limité au regard de l'effort à entreprendre pour stabiliser la dette publique – et un « quoi qu'il coûte » monétaire restrictif destiné à contrer l'envolée de l'inflation. L'année 2022, électorale de surcroît, se profile sous de sombres auspices.

En 2020, à la faveur d'une contre-offensive précoce et puissante, la contraction du PIB a été modeste (-4,1% ; -3,9% après la révision des comptes nationaux 2019-2020) au regard de celle dont a souffert la région (-7%). Mais, la croissance « facile » liée au rattrapage mécanique est déjà lointaine et la croissance « séquentielle » s'essouffle. Le rebond puissant et rapide du PIB, retrouvant son niveau pré-crise (T4-2019) dès le 1^{er} trimestre 2021 grâce à un bond spectaculaire de l'investissement (18% du PIB) suivi d'un bond tout aussi spectaculaire des importations en volume, a progressivement été « grignoté » : les exportations en volume ont certes pris le relais mais la consommation (67% du PIB) ne s'est que péniblement rétablie. Après deux trimestres de croissance négative, à la fin du 3^e trimestre, seuls l'investissement (largement) et les exportations (faiblement) excèdent leur niveau pré-crise. **Le PIB pourrait ne croître que de 3,9% en moyenne en 2021, handicapé par une contribution légèrement négative des échanges extérieurs nets.**



Sources : BCB, Crédit Agricole SA/ECO

La reprise paraît donc inachevée alors même que se met en place une politique économique contrainte au resserrement et que pèsent les incertitudes liées à la trajectoire budgétaire et aux élections (présidentielle et parlementaire en octobre). En 2022, compte tenu de la couverture vaccinale², il y a moins à redouter de la diffusion du (voire de) nouveau(x) variant(s) et la croissance sera aidée par la poursuite de la normalisation de la consommation. Celle-ci sera elle-même promue par l'amélioration (même lente) de l'emploi³ ainsi que par une progression encore soutenue du crédit⁴ et une ponction sur l'épargne accumulée ; la croissance pâtira de la contraction de l'investissement s'accompagnant d'un recul des importations qui, couplé à une bonne

² Près de 70% et 82% de la population ont déjà reçu, respectivement, deux et une doses (46% et 56% au niveau mondial ; données au 11 décembre 2021).

³ Le taux de participation (octobre) a retrouvé son niveau pré-crise (32%) ; le taux d'emploi s'est bien repris (54% après un creux à 46,5%) et le taux de chômage recule (12,6% contre un pic à 14,7% en avril 2020). Il reste cependant élevé alors même que la récupération la plus aisée est achevée.

⁴ L'impact de la hausse du taux directeur sur le crédit ne fait que rehausser un taux déjà « stratosphérique ». Le taux le plus significatif (celui des « non earmarked credits ») atteint en moyenne 32,8% en octobre. Les taux s'appliquant aux ménages et aux entreprises atteignent, respectivement, 43,8% et 19,1% (soit des hausses respectives de 4,8 et 7,1 p.p. sur un an).

tenue des exportations, permet d'espérer une contribution nette positive des échanges. **En 2022, la croissance n'excéderait cependant que très légèrement 1%.**

Grâce à l'amélioration des termes de l'échange (dont la plus belle partie est néanmoins passée)⁵, l'excédent commercial atteint un niveau record (cumulé de janvier à novembre, 57,2 Mds USD). Depuis près d'un an, **le déficit courant est relativement stable et modeste** (cumulé sur 12 mois fin octobre, il se situe à 1,7% du PIB). Il faut en effet d'excellentes performances commerciales et un excédent commercial substantiel pour absorber les déficits structurels enregistrés au titre, notamment, des revenus (intérêts et dividendes nets) versés au « Reste du Monde ». Attirer des investissements directs (qui résistent bien puisque leur flux cumulé sur un an atteint 3% du PIB) n'est pas gratuit.

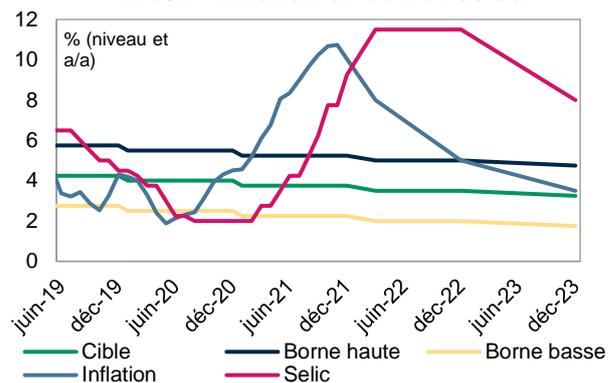
En 2020, le stimulus budgétaire lié à la Covid-19 a atteint 9,4% du PIB. Le ratio dette du gouvernement/PIB a progressé de 14,6 points de pourcentage (p.p.) pour approcher 89% du PIB. **Un rétablissement laborieux des comptes publics est en cours.** Fin octobre, le solde primaire du secteur public tend laborieusement vers l'équilibre (déficit cumulé sur 12 mois de seulement 0,25% du PIB) mais les intérêts payés (près de 4,5% du PIB) conduisent le déficit total vers 4,75% du PIB. La dette brute (nette) du gouvernement atteint 82,9% (62,6%) du PIB soit un recul sur un an de 6 p.p. qu'explique la croissance du PIB. La dette externe est faible (seulement 11,2% du PIB dont 6% du PIB au titre de la détention de titres locaux par les non-résidents). Si la dette publique est pénalisée par la hausse du dollar et de l'inflation, elle l'est tout particulièrement par celle du taux directeur (Selic)⁶. Le budget 2022 est en cours de finalisation : **tenter de retrouver un peu d'espace tout en réglant la question désormais lancinante des Precatórios⁷ et en ne s'affranchissant pas irrémédiablement des ancrages budgétaires constitutionnels (dont la règle d'indexation du plafond des dépenses) relève de la quadrature du cercle et constitue une source d'incertitudes.**

⁵ Selon Funcex (Foreign Trade Bulletin, nov. 2021), les termes de l'échange se sont singulièrement améliorés entre les étés 2020 et 2021 (+30,2%). Depuis lors, ils évoluent défavorablement (-11,2% entre juillet et octobre 2021).

⁶ Le stock de dette brute par type d'indexation se répartit en : taux révisable (1,3%), taux de change (7%), taux fixe (22,3%), inflation (22,7%), Selic (46,7%). Selon la BCB, les hausses du ratio dette brute du gouvernement/PIB produites par des chocs maintenus sur 12 mois émanant d'une dévaluation du BRL contre USD de 1%, d'une augmentation de 100 points de base (pb) de l'inflation et du Selic sont, respectivement, de 0,11, 0,17 et 0,40 p.p. À la faveur du renchérissement de la dette interne (de 120 pb), entre janvier et octobre, le taux d'intérêt implicite moyen est passé de 4,7% à 5,9%. Le taux sur la dette externe s'est replié (de 40 pb à 4,9%) mais l'impact est marginal.

⁷ Les Precatórios (judicial bonds) sont des injonctions de paiement ordonnées par un tribunal qui contraint le Trésor à payer

Brésil - Inflation et taux directeur



Sources : BCB (market readout), CASA/ECO

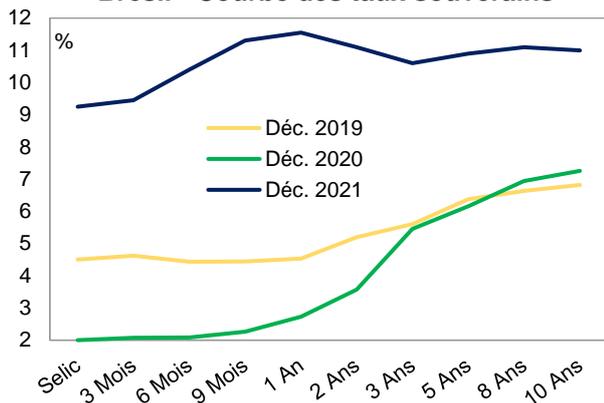
Poussée par les composantes volatiles (prix de l'énergie, prix administrés dont tarifs de l'électricité, biens alimentaires) mais aussi par le « core » (biens manufacturés en raison de goulets d'étranglement et d'une demande plus soutenue) et par la dépréciation passée du BRL⁸, **l'accélération de l'inflation la poussant vers des sommets non atteints depuis janvier 2016 (10,7%) a surpris.**

Après avoir été rapidement extrêmement (et légitimement) accommodante, **la Banque centrale (BCB) n'a pas hésité à entamer un cycle de resserrement violent.** Redoutant un « désancrage » des anticipations et incriminant notamment une politique fiscale jugée insuffisamment stricte, son taux directeur (Selic) a été augmenté de 725 bp pour atteindre 9,25%. Une nouvelle hausse de 150 pb est annoncée pour février et pourrait être suivie d'une « ultime » hausse de 75 pb. **Le Selic devra néanmoins rester durablement sur un haut plateau (11,50% dans notre scénario) de façon à promouvoir un repli crédible de l'inflation donc des anticipations d'inflation.** Compte tenu d'un reflux anticipé de celle-ci vers la cible (et seulement vers sa borne haute) n'intervenant pas avant fin 2022, l'activisme de la BCB n'a pu prévenir une hausse des taux longs. Ceux-ci se sont cependant moins tendus que ce que l'on pouvait redouter : **l'aplatissement de la courbe est un signe encourageant quant à la crédibilité de la BCB.**

une somme à la suite d'une décision judiciaire. Il s'agit généralement de décisions de justice statuant sur des litiges portant sur des salaires, pensions, droits et réclamations diverses. Le montant initial de ces réclamations contre le gouvernement fédéral atteignait 91,6 Mds BRL pour 2022 ; il a été porté à 106 Mds BRL (environ 1,2% du PIB) suite à une révision des prévisions d'inflation et de PIB. Or, le Congrès vient d'approuver un amendement constitutionnel permettant au gouvernement de reporter le paiement afin de « libérer de l'espace budgétaire » pour augmenter les aides sociales (Auxilio Brasil, qui remplace la Bolsa Familia, soit une allocation mensuelle moyenne de 400 BRL jusqu'à la fin de 2022).

⁸ À la suite de la Covid-19, le dollar s'est évidemment brutalement apprécié contre le BRL pour culminer à près de 5,90 BRL (mai 2020 contre 4,10 BRL début janvier 2020) avant de se replier jusqu'à 4,95 BRL (juin 2020). L'évolution est depuis lors assez heurtée autour d'une tendance à la dépréciation (aujourd'hui à 5,65, le BRL s'est déprécié de 8% depuis le début de l'année).

Brésil - Courbe des taux souverains



Sources : Bloomberg, Crédit Agricole SA/ECO

En 2022, le contexte international sera moins porteur mais il faut se garder de surestimer son impact négatif. Les prix des exportations (produits de base, matières premières) devraient rester correctement orientés ; plus préoccupée par la situation interne qu'externe, la BCB a déjà largement anticipé le resserrement américain et, si les conditions financières peuvent éprouver un regain de volatilité, elles ne devraient pas se « sur-tendre ». Les comptes extérieurs sont solides, les réserves confortables (368 Mds USD), la dette publique essentiellement interne et les non-résidents très peu présents sur le marché local. **Les risques sont majoritairement domestiques** : dégradation de la confiance, détérioration de la gouvernance, augmentation des risques budgétaires et politiques à l'approche d'élections très polarisées qui verront fort probablement s'affronter Bolsonaro et Lula.

Moyen-Orient et Afrique du Nord

Émirats Arabes Unis : des réformes profondes pour dynamiser l'économie

Les Emirats ont engagé une série de réformes économiques et sociales visant à mieux s'intégrer à l'économie mondiale. L'une d'elles consiste à adopter le rythme des week-ends le samedi et le dimanche, en remplacement du vendredi et du samedi. Afin de permettre à la population musulmane d'assister au culte le vendredi en début d'après-midi, la journée de travail du vendredi finira à midi et le télétravail sera autorisé voire préconisé ce jour-là.

D'autres réformes concernant le droit de la famille, les juridictions étrangères ou l'autorisation pour les

entreprises étrangères de posséder des filiales à 100% sans l'obligation de nouer un partenariat avec une entreprise locale ont également été adoptées. Outre des interactions facilitées avec le reste du monde dans un pays où 90% de la population est étrangère, ces réformes ont également pour but de renforcer l'attractivité du pays vis-à-vis de l'Arabie saoudite, voire de concurrencer certaines décisions prises par Riyad sur les sièges régionaux des entreprises par exemple.

✓ Notre opinion – Loin d'être anecdotiques, ces réformes devraient consacrer le caractère international du pays, en améliorer la productivité et, au total, renforcer la diversification de l'économie. À l'heure où la mondialisation est remise en question, les Émirats semblent donc prendre le contre-pied d'une forme de défiance désormais plus répandue en accentuant l'ouverture et l'internationalisation du pays. À ce stade du projet de réforme, il n'est pas encore possible de quantifier les retombées économiques de ces mesures mais elles devraient soutenir la croissance à moyen terme et améliorer à la marge sa croissance potentielle.

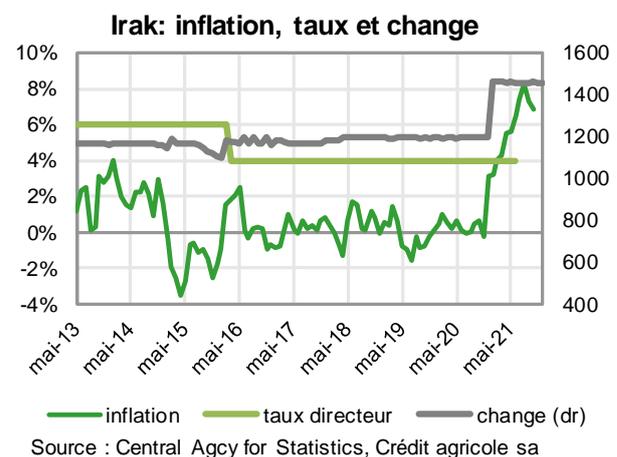
Irak : la dévaluation du dinar crée de l'inflation mais renforce les réserves en devises

La dévaluation de 20% du dinar irakien par rapport au dollar décidée administrativement début 2021 a eu deux effets majeurs sur l'économie.

D'un côté, elle a relancé l'inflation importée. L'inflation est passée par un pic à 8% en juin dernier alors qu'elle n'a été que de seulement 0,6% en moyenne en 2020. La hausse des prix a principalement porté sur le transport, les dépenses de santé et les produits alimentaires, une grande partie de ces produits étant importés ou impactés par la hausse des prix du pétrole. Sur l'ensemble de l'année 2021, l'inflation devrait s'élever à 6% en moyenne et redescendre progressivement à 3,7% en 2022.

Par ailleurs, aidé par la forte progression des prix du pétrole à 70 USD/bbl en moyenne depuis début 2021, l'ajustement monétaire a aussi contenu la hausse des importations et dopé les exportations. Les excédents courants devraient s'élever à 7% du PIB cette année 2021, en très fort redressement après le déficit de 3,7% du PIB l'année dernière au plus fort de la crise sanitaire. Au total, la dévaluation a un effet très positif sur les réserves en devises qui

sont passées de 54 à 64 Mds USD en un an. Ce niveau représente désormais l'équivalent de 18 mois d'importations. Un coussin de sécurité plus confortable en cas de nouvelle chute des prix du pétrole et qui a permis au pays d'éviter une nouvelle aide du FMI en 2021 selon le gouverneur de la Banque centrale.



✓ Notre opinion – La hausse de l'inflation étant temporaire, elle ne devrait pas provoquer de tensions sociales. Toutefois, en quinze ans, le PIB par habitant en parité de pouvoir d'achat (ppa) s'est contracté de 36% à moins de 10 000 USD en 2021 par rapport à 2013. Cette statistique illustre la paupérisation du pays affecté les années passées par les guerres civiles, plusieurs années de récession économique et une progression démographique toujours très vigoureuse. Malgré les conflits, la population de l'Irak a doublé entre 1995 et 2020, passant de 20 à 40 millions d'habitants en vingt-cinq ans.

Afrique sub-saharienne

Tchad : le FMI approuve un programme en attendant une restructuration sous cadre commun

Le Fonds monétaire international a approuvé la semaine dernière une facilité élargie de crédit (ECF) en faveur du Tchad. Le programme, d'une durée de 3 ans, porte sur un total de 570 millions de dollars, dont 78 millions immédiatement mis à la disposition du pays.

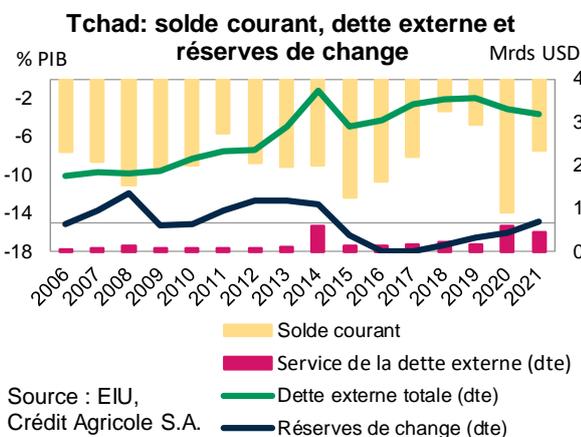
Ce programme du FMI s'inscrit dans le processus dit du « cadre commun », prévu pour prendre le relais de l'initiative de suspension du service de la dette (ISSD), mise en place au début de la pandémie. Là où l'ISSD visait à pallier les problèmes de liquidité, le cadre commun doit s'attaquer à l'enjeu structurel de la solvabilité, par une restructuration de la dette des pays concernés.

à demander une restructuration de sa dette dans ce nouveau cadre de négociations.

Le principe clé du cadre commun est l'égalité de traitement des créanciers officiels bilatéraux et les autres, notamment privés. Dans le cas du Tchad, plus de 40% de ses 3 milliards de dollars de dette externe sont dus à Glencore. L'entreprise anglo-suisse de matières premières avait fourni au pays et à sa société publique d'hydrocarbures près de 2 milliards de dollars en 2013 et 2014. L'accord consistait en un mécanisme de remboursement par des livraisons de pétrole.

La chute des cours à partir de 2014 a fragilisé la capacité du Tchad à honorer le service de cette dette, qui a déjà été restructurée deux fois (en 2015 et 2018), avec une extension de la maturité de 8 ans, deux ans de période de grâce ainsi qu'un taux d'intérêt réduit. Les difficultés du Tchad ont à nouveau été accentuées par la pandémie ainsi que la contraction du marché pétrolier en 2020. La dépendance du pays à l'or noir est en effet forte : il représente 80% de ses exportations et plus du tiers de ses recettes budgétaires.

Le comité des créanciers bilatéraux (Chine, France, Inde et Arabie Saoudite) avait acté en juin le principe d'une restructuration. Glencore, qui compte pour 98% de la dette commerciale du pays, a annoncé mi-novembre sa participation aux négociations, ce qui constituait une condition nécessaire à l'adoption du programme du FMI.



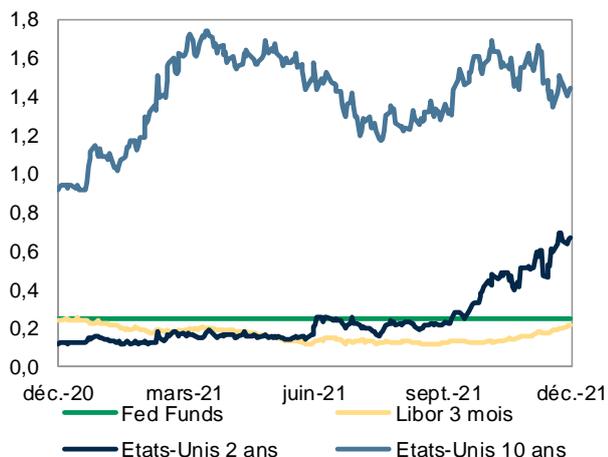
Le Tchad, depuis rejoint par la Zambie et l'Éthiopie, avait été au début de l'année 2021 le premier pays

Notre opinion – Les enjeux autour des négociations pour restructurer la dette tchadienne dépassent le seul cadre du pays. Il s'agit d'un test décisif pour le dispositif du cadre commun. L'année 2022 s'annonce à haut risque pour le financement des pays à faible revenu avec, d'après le FMI, 60% d'entre eux en fort risque de défaut sur leur dette, ou déjà dans cette situation. D'une part, la fin de l'ISSD au 31 décembre prochain va rapidement accentuer la pression sur la liquidité externe des pays qui en bénéficiaient ; d'autre part, le resserrement attendu des conditions financières va détourner certains capitaux de ces pays, ainsi qu'alourdir leur charge de financement. Dans ce contexte, la directrice du FMI Kristalina Georgieva a récemment appelé à améliorer le dispositif, notamment en l'accéléralant, en obligeant les créanciers privés à y participer, ainsi qu'en mettant en place un mécanisme de suspension du service de la dette sur la durée des négociations. Face au risque d'« effondrement économique » dans certains pays à faible revenu et devant les délais et difficultés rencontrés par les trois seuls pays ayant sollicité le dispositif (sur 73 éligibles), la directrice du FMI insiste sur la nécessité de corriger et d'étendre le dispositif pour inciter d'autres pays à y participer.

Tendances à suivre

Taux d'intérêt en dollar américain

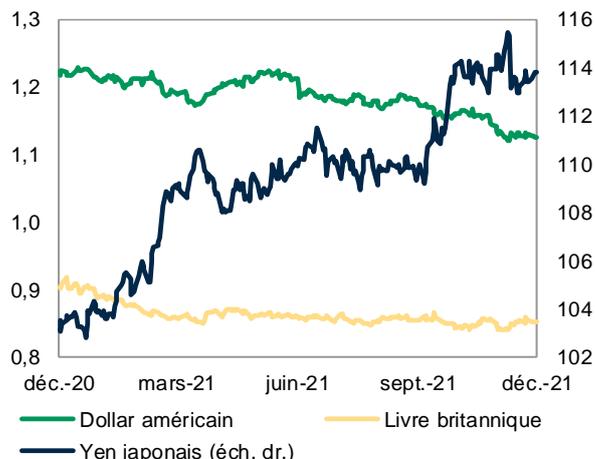
%, interbancaire (Londres) et souverains (Etats-Unis)



Source : Thomson Reuters

Taux de change des principales devises

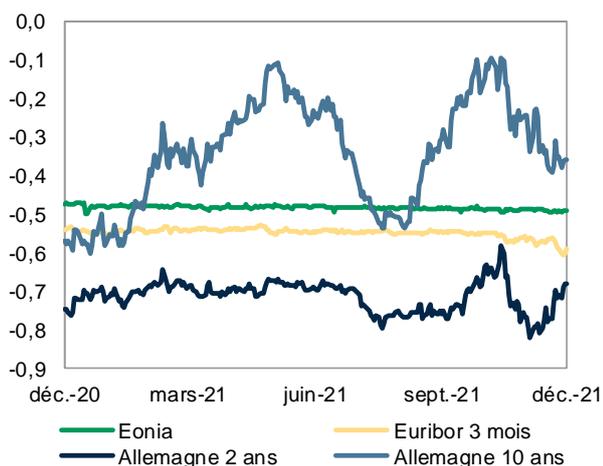
EUR/USD, EUR/GBP et USD/JPY



Source : Thomson Reuters

Taux d'intérêt en euro

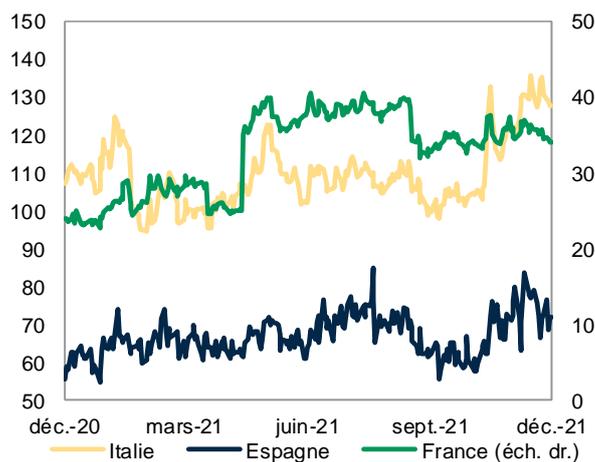
%, interbancaires (Londres) et souverains (Allemagne)



Source : Thomson Reuters

Spreads souverains européens avec le Bund

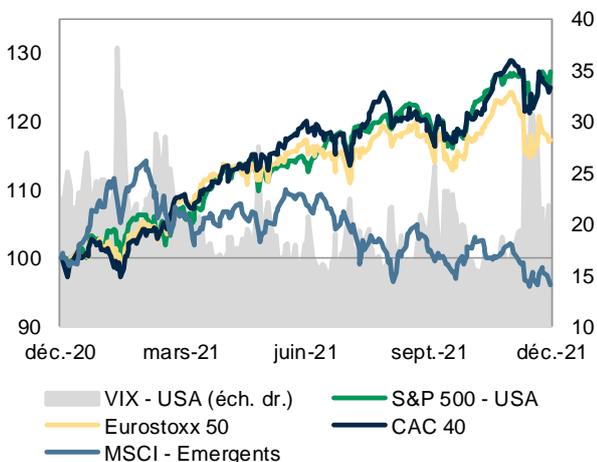
Pdb, dette en EUR à dix ans



Source : Thomson Reuters

Marché actions

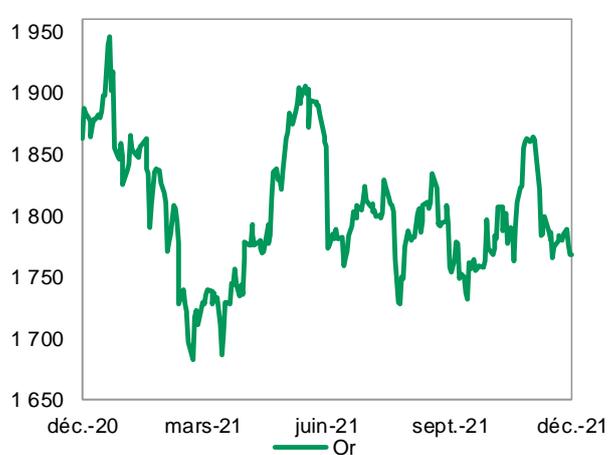
Indice boursiers (100 = début de période) et volatilité VIX



Source : Thomson Reuters

Cours de l'once d'or

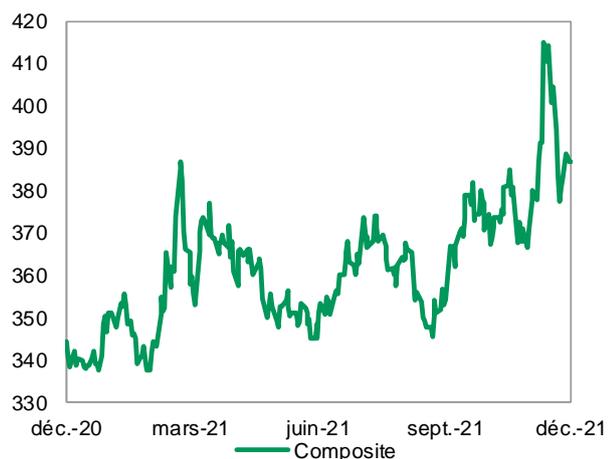
USD/Once troy (Londres)



Source : Thomson Reuters

Spreads souverains émergents avec le T-Bond

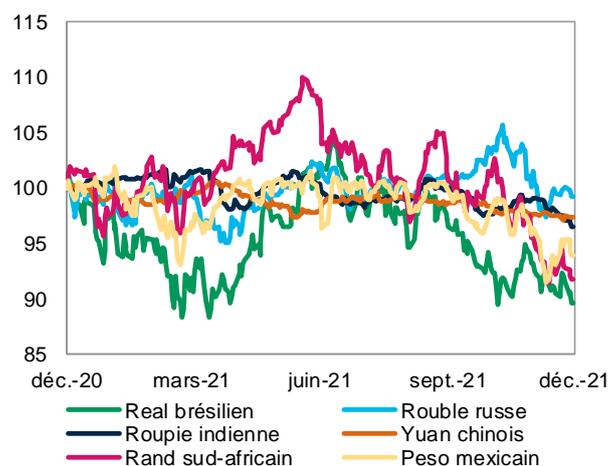
Indices EMBI+ (pdb, dette en USD de plus d'un an)



Source : JP Morgan

Devises émergentes

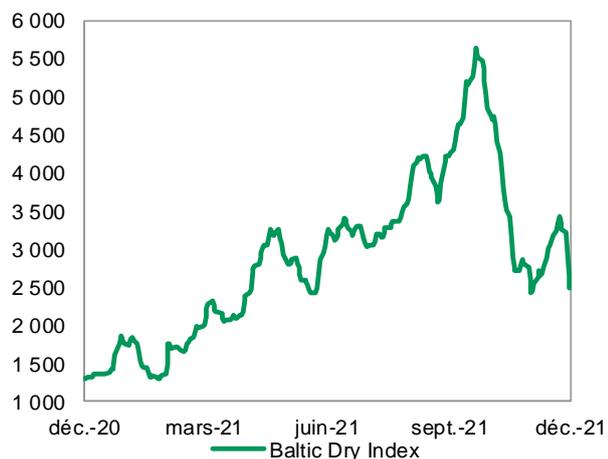
/USD (indice 100 = début de période)



Source : Thomson Reuters

Coût du transport maritime de vrac sec

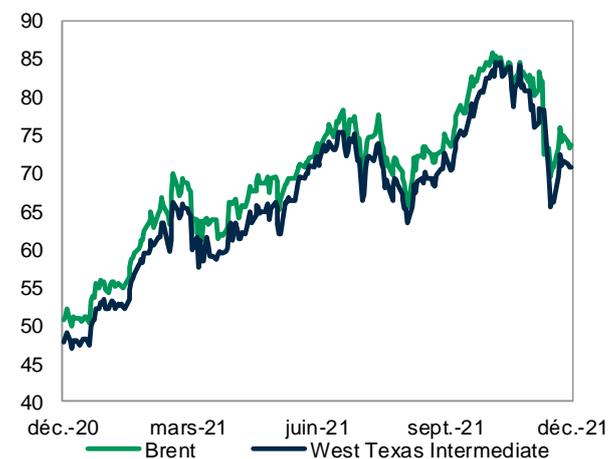
Baltic Dry Index (USD/point)



Source : Baltic Exchange

Cours du baril de pétrole brut en USD

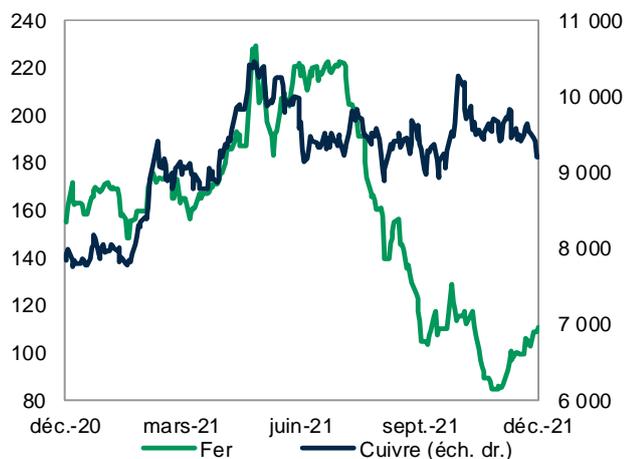
Brent (mer du Nord) et WTI (golfe du Mexique)



Source : Thomson Reuters

Cours des métaux

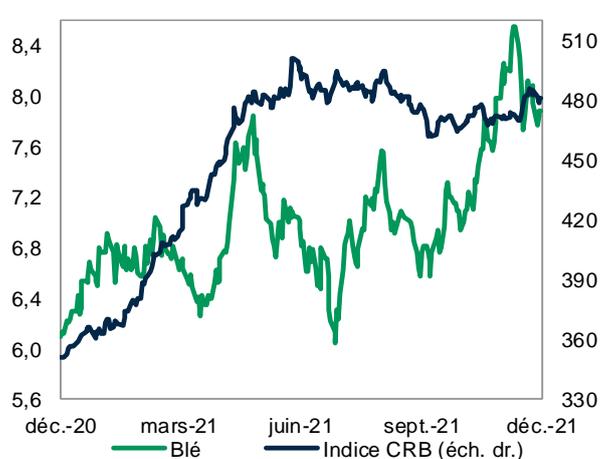
USD/tonne métrique



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
16/12/2021	Le risque n'est peut-être pas celui auquel on pense	Inflation
14/12/2021	Zone euro – Conjoncture flash : PIB au T3 2021	Zone euro
14/12/2021	France/Allemagne – Convergences et divergences en temps de crise	France/Allemagne
14/12/2021	Services IT : tendances & enjeux à l'ère de la transformation digitale	Sectoriel
13/12/2021	États-Unis : une nouvelle donne pour les entreprises françaises ?	États-Unis
13/12/2021	Moyen-Orient – Afrique du Nord – Les défis démographiques à long terme sont élevés	MO-AN
10/12/2021	Monde – L'actualité de la semaine	Monde
09/12/2021	Ratings pays et souverains : nouveaux risques, nouvelles méthodes ?	Rating
08/12/2021	Russie – En 2022, la résilience au prix de la croissance	Russie
08/12/2021	Règles budgétaires européennes – Un nouveau pacte pour plus de stabilité et de croissance ?	Zone euro
07/12/2021	Zone euro – La surprise de l'inflation en novembre complique la donne pour la BCE	Zone euro
03/12/2021	Monde – L'actualité de la semaine	Monde
02/12/2021	Asie – Les nuances de la transition démographique	Asie
01/12/2021	France - Le climat des affaires progresse dans tous les secteurs en novembre	France
30/11/2021	Chine – Le grand pari de Xi Jinping	Asie
30/11/2021	L'Europe se consolide au centre et au sud	Zone euro

Études Économiques Groupe – Crédit Agricole S.A.

12, place des États-Unis – 92127 Montrouge Cedex

Directeur de la publication : Isabelle JOB-BAZILLE

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

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

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

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

Asie : Sophie WIEVIORKA

Amérique latine : Catherine LÉBOUGRE (coordination scénario)

Afrique du Nord, Moyen-Orient : Olivier LE CABELLEC

Afrique sub-saharienne : Thibault ALIX

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.