

Perspectives

Hebdomadaire – N°22/002 – 7 janvier 2022

MONDE – L'actualité de la semaine

L'équipe de *Perspectives Monde* vous présente ses meilleurs vœux pour 2022.

☞ Le thème de l'inflation et la politique monétaire de la Fed continuent de dominer les marchés	2
☞ France : en décembre, l'inflation se stabilise et la confiance des ménages progresse	3
☞ Zone euro : l'inflation de décembre aurait-elle atteint le pic ?	3
☞ Zone euro : l'activité de décembre sous le joug du regain épidémique	4
☞ Allemagne : le redressement industriel toujours dépendant des problèmes d'approvisionnement	5
☞ Espagne : forte progression de l'emploi en 2021	5
☞ Italie : sous la pression d'une flambée épidémique	6
☞ Royaume-Uni : des révisions significatives du PIB par l'ONS nous conduisent à réajuster nos prévisions	7
☞ Israël : un environnement porteur et une économie performante malgré la crise	8
☞ Pologne : une nouvelle année qui sera encore marquée par l'inflation	9
☞ Afrique du Sud : la préoccupante hausse ininterrompue du chômage	10

Le thème de l'inflation et la politique monétaire de la Fed continuent de dominer les marchés

Les « minutes » du FOMC de décembre ont confirmé que la Fed se dirigeait bel et bien vers un processus de normalisation de sa politique monétaire plus agressif que prévu initialement. Elles confirment que le relèvement de taux serait plus précoce et plus rapide, conformément au *dot plot* de décembre qui montrait déjà que la majorité des membres étaient favorables à trois hausses en 2022. Concernant le *timing*, la Fed semble prête à monter les taux rapidement après la fin du « *tapering* », probablement d'ici le deuxième trimestre, avec une possibilité au mois de mars prochain (les achats de titres devraient prendre fin en mars 2022 à la suite d'une accélération du rythme de leur réduction). Quant à la question de la réduction du bilan, celle-ci pourrait également débuter en 2022, nombre de membres du FOMC considérant approprié d'engager cette réduction peu après une première hausse de taux.

La publication des *minutes* de la Fed a pesé sur l'appétit pour le risque, en particulier sur les valeurs technologiques (-3,4% pour l'indice Nasdaq 100 sur la semaine). Les indices actions globaux se montrent toutefois plus résilients (-1,5% pour le S&P 500, +0,4% pour l'Eurostoxx50 et +1,1% pour le CAC40). Les investisseurs semblent procéder à une réallocation de leurs portefeuilles au détriment des valeurs de croissance et technologiques vers les actions paraissant sous-valorisées comme les titres de compagnies bancaires, industrielles et du secteur énergie. Les taux américains se sont redressés (à 1,73% ce vendredi pour le taux à dix ans, soit +22 points de base depuis le début de l'année). Les perspectives de politique monétaire de la Fed restent le principal déterminant des marchés de change. Le dollar fort à la fois de son statut de valeur-refuge et d'une attractivité relative des rendements devrait continuer de s'apprécier (+0,8% contre l'euro sur la semaine).

Les *minutes* ont confirmé que les critères d'inflation dans la *forward guidance* avaient été « plus que remplis », mais ont également noté que l'économie faisait « des progrès rapides » vers le plein emploi, qui pourrait être atteint « assez rapidement si le rythme récent d'amélioration du marché du travail se poursuivait ». En fait, « plusieurs » membres du FOMC ont soutenu que les conditions du marché du travail étaient « déjà largement compatibles avec l'emploi maximum ». Les *minutes* ont par ailleurs ouvert la porte à la possibilité d'un resserrement monétaire avant que l'emploi maximum ne soit obtenu, si la Fed juge que l'économie a atteint le plein emploi et même si une amélioration du taux de participation reste possible à l'avenir.

De ce point de vue, le rapport sur l'emploi pour le mois de décembre publié ce vendredi, certes

décevant en termes de créations d'emplois (199 000 contre 444 000 anticipés et après 249 000 en novembre, chiffre révisé à la hausse), ne remet pas en cause le constat d'un marché du travail assez tendu, en partie en raison de sorties massives du marché, notamment dans le secteur de la restauration. Le taux de chômage a continué de reculer rapidement, de 0,3 point de pourcentage à 3,9%, sur fond d'une participation toujours très faible (61,9%). La croissance des salaires est par ailleurs restée soutenue à 4,7%, après 4,8% en novembre.

La Fed a également discuté de la composition de son bilan, certains participants préconisant une préférence pour les bons du Trésor par rapport aux MBS, avec différentes stratégies pour y parvenir, comme « réinvestir assez rapidement le principal des titres MBS dans des titres du Trésor ou liquider les titres MBS plus rapidement que les titres du Trésor ». La Fed aura le temps de finaliser tous les détails de l'écoulement et de la composition du bilan au cours des prochains mois.

Côté conjoncture américaine, la confiance des entreprises baisse depuis des niveaux élevés et les tensions sur les chaînes d'approvisionnement semblent avoir passé leur pic. Le PMI manufacturier ISM de décembre a reculé plus que prévu (à 58,7 depuis 61,1 en novembre), tout en restant solidement en territoire d'expansion. Les nouvelles commandes (60,4 contre 61,5) et la production (59,2 contre 61,5) ralentissent, tandis que les créations d'emplois accélèrent (54,2 contre 53,3). Du côté des tensions sur l'offre et des prix, les composantes pertinentes suggèrent que le pire est probablement derrière nous. On observe notamment une chute de plus de 14 points de l'indice des prix (68,2 contre 82,4) et une baisse de plus de 7 points de l'indice des livraisons des fournisseurs (74,9 contre 72,2). Si les tensions dans la chaîne d'approvisionnement devaient persister dans les mois à venir, elles devraient néanmoins s'atténuer.

Dans les services, l'ISM a baissé fortement en décembre, après avoir atteint un niveau record en novembre (à 62 après 69,1). Mais l'indice demeure à un niveau confortable (au-dessus de 60 pour le dixième mois consécutif). La plupart des composantes ont accusé des replis bien qu'elles restent à des niveaux élevés. C'est le cas des nouvelles commandes (61,5 contre 69,7) et de la production (67,6 contre 74,6). En termes de perturbations de la chaîne d'approvisionnement, le rapport a dressé un tableau similaire à celui de l'ISM manufacturier : les composantes concernées sont généralement élevées, mais montrent des signes d'assouplissement.

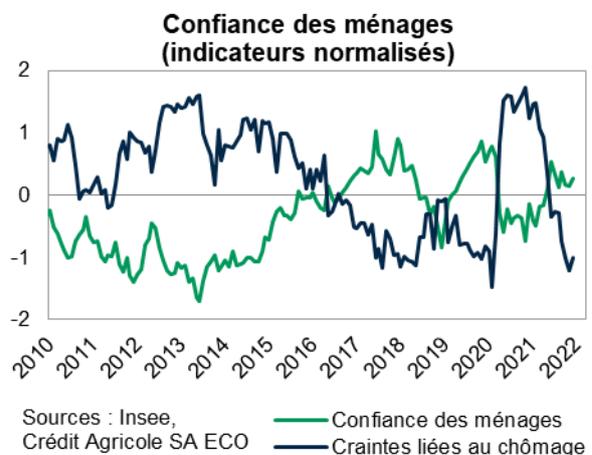
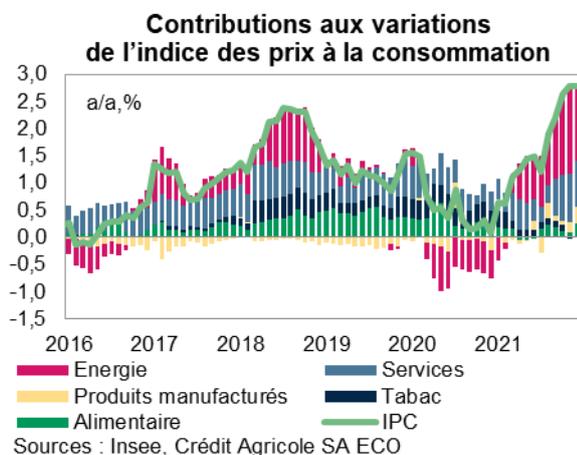
Zone euro

France : en décembre, l'inflation se stabilise et la confiance des ménages progresse

L'inflation s'est stabilisée à un niveau élevé en décembre à 2,8% en glissement annuel (IPC, Insee). En hausse de près de 19% sur un an, le prix de l'énergie contribue à hauteur de 50% à l'évolution du niveau des prix, alors que le poids de l'énergie dans l'indice n'est que de 8% environ. La contribution positive du prix des biens manufacturés reflète également la hausse du prix des matières premières et les tensions sur les chaînes de valeur mondiales en 2021. En effet, historiquement, le prix des biens manufacturés suit plutôt une tendance baissière.

La confiance des ménages a progressé de 2 points au mois de décembre et retrouve ainsi sa moyenne

historique (100), malgré l'émergence du variant Omicron et la hausse des cas de Covid-19. En particulier, le solde d'opinion sur la situation financière passée augmente et celui sur la situation financière personnelle future reste stable. Notons également que malgré une légère hausse des craintes vis-à-vis du chômage (qui restent toutefois à des niveaux très bas), le solde d'opinion sur les opportunités d'effectuer des achats importants progresse et celui sur l'évolution future du niveau des prix est en baisse. Cela peut être un signe que les ménages anticipent une stabilisation des prix et sont désormais disposés à consommer davantage.



Notre opinion – L'inflation aurait atteint un pic en fin d'année 2021 et se stabiliserait désormais autour de 2,6% en glissement annuel dans les prochains mois, avant de repasser sous les 2% en fin d'année 2022. En effet, nous anticipons une stabilisation du prix du baril de pétrole et une résolution progressive des tensions sur les chaînes de valeur au niveau mondial à mesure que les campagnes de vaccination progressent et que l'activité redémarre dans les pays exportateurs de biens intermédiaires (en Asie notamment). Les effets de base liés à la hausse brutale des prix avec le rebond soudain de la demande finiraient par s'estomper.

La consommation des ménages resterait le principal moteur de la croissance à l'horizon 2022-2023. Le rebond mécanique attendu au troisième trimestre 2021 avec la levée des restrictions sanitaires et la reprise de l'activité dans les services a bien eu lieu. La croissance de la consommation des ménages resterait dynamique grâce aux gains de pouvoir d'achat et à l'amélioration de la confiance des agents, même si celle-ci pourrait être temporairement perturbée par la nouvelle vague épidémique. En outre, si le solde d'opinion sur les opportunités d'effectuer des achats importants continuait à s'améliorer, cela pourrait indiquer que les ménages sont désormais disposés à dépenser une partie du surplus d'épargne accumulé depuis le début de la crise. Pour en savoir plus, retrouvez notre [scénario économique](#) paru ce jour.

Zone euro : l'inflation de décembre aurait-elle atteint le pic ?

L'inflation en zone euro a atteint un nouveau point haut en décembre (5% sur un an, après 4,9% en novembre). L'inflation se situe donc à 2,6% en moyenne annuelle en 2021, en ligne avec notre prévision de décembre.

L'accélération de la croissance des prix a lieu malgré l'affaiblissement de la hausse des prix de l'énergie

(+26% sur un an, après 27,5%), tandis que les composants plus stables de l'inflation se stabilisent dans l'ensemble. L'inflation sous-jacente s'arrête à 2,6% en décembre (après 2,6% en novembre), sous l'effet de la modération de la croissance des prix des services (2,4%, après 2,7%), compensée par l'accélération des biens industriels (2,9%, après

2,4%) et des biens alimentaires (3,2%, après 2,2%). Le renforcement de l'inflation des biens industriels est en partie dû à l'effet de base lié au confinement de fin 2020 et peut perdurer jusqu'en janvier ou février selon les pays. En revanche, les prix des biens alimentaires – notamment non transformés – constituent une nouvelle source de pression à la hausse des prix.

C'est en Espagne que l'inflation (indice harmonisé) s'est le plus renforcée (6,7%) et dans une moindre mesure en Italie (4,2%). Elle se modère mais reste néanmoins élevée en Allemagne (5,7%), tandis qu'elle reste stable en France (3,4%).

✓ Notre opinion – La remontée de l'inflation des biens industriels hors énergie résulte des effets de second tour liés à la remontée des prix des intrants. En novembre, l'indice des prix à la production sur le marché domestique de la zone euro connaît un deuxième mois de forte accélération sur un an (23,7% après 21,9%) liée à la remontée de l'inflation des produits énergétiques (66%, après 62,4%). Celle-ci affecte surtout les biens intermédiaires (18,6%, après 17,2%). Mais les biens d'investissement (4,4%) et les biens de consommation (4,5%) ont aussi vu doubler le rythme de croissance des leurs prix de production depuis cinq mois.

Les dernières enquêtes PMI de décembre font état d'un affaiblissement des tensions sur les prix par rapport à novembre dans le secteur des services, confirmant ainsi les mesures effectives d'inflation. Mais les taux d'inflation demeurent très élevés, notamment dans l'industrie, les prix payés comme les prix facturés ayant enregistré en décembre leur deuxième plus forte hausse historique.

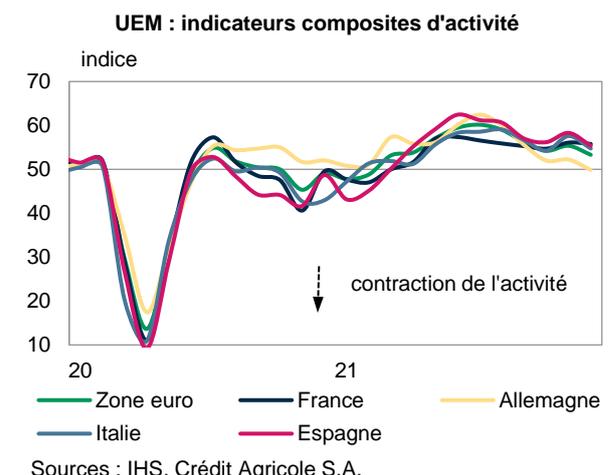
 **Zone euro : l'activité de décembre sous le joug du regain épidémique**

L'indice composite des directeurs d'achat de la zone euro signale un nouveau ralentissement de l'activité au mois de décembre avec un indice à 53,3 points, contre 55,4 points au mois de novembre. Ce coup de frein est particulièrement prononcé en Allemagne où l'activité a quasiment stagné en décembre (indice à 49,9 points), tandis que la hausse de l'activité n'a fait que ralentir en France (55,8 points, après 56,1), en Italie (54,7 points, après 57,6) et en Espagne (55,4 points, après 58,3).

Ce tassement s'explique par la résurgence du nombre de contaminations au Covid-19 un peu partout en Europe et qui impose le retour de restrictions de distanciations sociales qui impactent davantage les activités de services. La croissance de l'activité manufacturière est restée à un niveau élevé, grâce à une croissance encore forte des nouvelles commandes. Les activités de services enregistrent, en revanche, un sérieux coup de frein en raison d'un accès restreint des personnes non-vaccinées dans les restaurants, les bars, les activités culturelles et de loisirs. L'emploi dans le secteur manufacturier a accéléré pour satisfaire le besoin de capacités productives additionnelles, mais dans les services celui-ci a ralenti.

Les prix des produits intrants et des prix facturés en sortie restent à leur deuxième plus haut niveau

historique après leur record du mois dernier, suggérant que les tensions inflationnistes demeurent encore élevées en fin d'année. L'indice du sentiment économique en zone s'est lui aussi détérioré au mois de décembre, atteignant 115,3 points, après 117,6 points en novembre. Les indices des quatre principaux pays de la zone confirment tous un tassement de l'activité en fin d'année. La ventilation par composantes nous indique que l'industrie et la construction ont bien résisté, tandis que les activités de services et les ventes au détail pâtissent nettement de la dégradation de la situation sanitaire.



✓ Notre opinion – Cette nouvelle vague épidémique et l'émergence du variant Omicron risquent d'endommager le scénario de reprise économique, en raison du renforcement des mesures sanitaires qui vient peser sur l'activité économique de fin d'année et qui potentiellement pourrait perdurer sur une partie du premier trimestre. Toutefois, ces risques semblent limités au regard de la couverture vaccinale élevée et des mesures ciblées touchant principalement les personnes non-vaccinées. La voie d'une cohabitation virale compatible avec la poursuite de l'activité économique est dorénavant privilégiée, sous réserve que les systèmes hospitaliers nationaux puissent résister à ces vagues épidémiques successives.

Allemagne : le redressement industriel toujours dépendant des problèmes d'approvisionnement

La production industrielle hors énergie et construction a progressé de seulement 0,2% sur un mois en novembre, après une hausse de 3,2% en octobre. Dans l'industrie, les productions de biens de consommation et de biens intermédiaires ont augmenté de 0,8% chacune, tandis que la production de biens intermédiaires s'est contractée de 0,6% sur le mois. La production dans la construction s'est également repliée à hauteur de 0,8% et celle dans l'énergie de 4,4%. En rythme annuel, la production industrielle a chuté de 2,5% et en comparaison avec son niveau de février 2020, dernière date avant l'introduction des premières mesures sanitaires, celle-ci est inférieure de 8%. La production industrielle peine à se redresser, alors même que les commandes industrielles sont au-dessus de leur niveau d'avant-crise de plus de 6,6%. Les problèmes d'approvisionnement en produits intermédiaires s'intensifient avec le retour d'une nouvelle

vague épidémique et perturbent plus durablement le système productif. L'institut Ifo révèle ainsi que les contraintes d'offre persistent à un niveau encore élevé avec près de 81,9% des entreprises industrielles sondées, déclarant faire face à des problèmes importants d'approvisionnement au mois de décembre (contre 70,4% en novembre). La ventilation par branche indique que le phénomène touche principalement la production d'équipements électriques, l'industrie automobile, les machines et équipements ainsi que les produits de l'imprimerie, toutes concernées à plus de 90% par ces dysfonctionnements dans les chaînes de la valeur, même si l'ensemble des industries est finalement concerné. Toutefois, la production automobile continue de se redresser fortement en décembre (+27% sur le mois) selon les derniers chiffres de la fédération des constructeurs automobiles, mais demeure néanmoins inférieure de 17% à son niveau d'avant-crise.

✓ Notre opinion – *La production industrielle allemande ralentit en raison de la poursuite des problèmes d'approvisionnement en produits intermédiaires. Les commandes en biens industriels bénéficient toutefois d'un soutien de la demande extérieure, jusque-là toujours robuste. Le redressement du secteur automobile se poursuit, même si l'écart à combler pour retrouver son niveau d'avant-crise demeure élevé. Le renforcement des mesures sanitaires durant la période hivernale constitue cependant un risque baissier plus durable sur la production industrielle.*

Espagne : forte progression de l'emploi en 2021

La performance du marché du travail en décembre a été positive, bien qu'un peu moins dynamique que les mois précédents. Le bilan de l'année a été très favorable, l'emploi ayant retrouvé son niveau d'avant la pandémie et la plupart des travailleurs touchés par les ERTE ayant repris le travail.

En décembre les effectifs ont augmenté, pour le huitième mois consécutif, de 70 814 personnes, la hausse ayant perdu un peu d'intensité par rapport aux mois précédents, et ont dépassé de 362 613 personnes leur nombre en février 2020. Sur un an, la croissance a accéléré pour atteindre le rythme de 4,1%, contre 3,8% le mois précédent. Les

activités qui ont enregistré les plus fortes hausses sont les hôtels et restaurants (17,8%), les activités artistiques, récréatives et de spectacle (16,2%), l'information et les communications (8,8%) et les activités professionnelles, scientifiques et techniques (6,8%).

Le nombre de chômeurs a diminué de 76 782 unités au cours du mois, poursuivant la baisse en cours depuis dix mois consécutifs. Le nombre total de chômeurs est passé à 3 105 905, soit 782 000 de moins qu'il y a un an et 140 142 de moins qu'au début de la pandémie.

✓ Notre opinion – *Le nombre de travailleurs en ERTE (chômage partiel) du fait du Covid a clôturé l'année à 102 528, soit une diminution de plus de 35 000 par rapport à fin octobre, dernière date avant l'entrée en vigueur des nouvelles modalités d'ERTE dues à la dernière vague de la pandémie. Le chômage partiel se concentre dans les activités liées à l'hôtellerie, la restauration et le tourisme. Le secteur qui compte le plus de travailleurs dans l'ERTE est celui des agences de voyage (avec 32% des effectifs), suivi du transport aérien (avec 10%).*

En outre, 20 124 autres travailleurs se trouvent en ERTE-ETOP (pour des raisons non liées à la pandémie), principalement concentrés dans le secteur automobile. Sur l'ensemble du quatrième trimestre 2021, l'augmentation trimestrielle de l'emploi effectif (membres non-inscrits à l'ERTE) est de 2,1%, contre 3,4% au trimestre précédent, ce qui laisse prévoir un taux de croissance toujours élevé du PIB au T4 (1,2% selon nos prévisions).

Italie : sous la pression d'une flambée épidémique

La vague épidémique semble prendre une nouvelle ampleur poussant le gouvernement italien à franchir une étape dans la lutte contre l'épidémie. Le nombre de contamination est en nette hausse depuis le mois de décembre. 219 441 cas de Covid-19 ont été enregistrés au cours des dernières 24 heures (6 janvier), soit une hausse de +72,9% par rapport au nombre de cas recensés le 31 décembre (126 888 contaminations). Sur les sept derniers jours (31 décembre-6 janvier), le nombre de cas positifs atteint 994 093 et double par rapport à la semaine précédente (24-30 décembre). Le variant Omicron, dont la plus forte contagiosité est avérée, entraîne un doublement des ratios d'incidence avec 1 669 cas pour 100 000 habitants recensés pour la première semaine de janvier 2022, contre 783 pour 100 000 la semaine précédente. La hausse des hospitalisations est également surveillée de près par les autorités sanitaires. Le taux d'occupation des soins intensifs est passé de 12,9% au 30 décembre à 15,4 % le 6 janvier. La pression hospitalière est plus forte dans la province autonome de Trente (27,8%), suivie par les Marches (23,9%) et le Piémont (21,7 %).

Cette flambée des contaminations entraîne une nouvelle coloration de la carte de la péninsule. À partir du 10 janvier, presque toute l'Italie risque d'entrer en zone jaune à l'exception de quatre régions (Molise, les Pouilles, la Sardaigne, la Basilicate). L'Ombrie et la Campanie pourraient quant à elles passer en orange. Avec l'imposition du port du masque en extérieur et la généralisation du masque FFP2 dans certaines activités, les règles d'une région à l'autre sont à présent comparables et indiquent davantage un seuil de risque épidémique qu'un niveau de contraintes.

Parallèlement, le gouvernement resserre à nouveau les contraintes liées au pass sanitaire. À partir du 1^{er} février, la présentation d'un pass sanitaire classique est étendue à l'ensemble des services à la personne (centres esthétiques, coiffeur ou barbier) et conditionne l'accès aux services publics et

services postaux, aux agences bancaires et, aux activités commerciales. Seuls les commerces alimentaires sont exclus de l'obligation de présentation du pass en tant que services essentiels.

Alors qu'il permettait l'accès à un certain nombre d'activités récréatives, telles que les musées et les cinémas dans les zones à risque, le pass sanitaire renforcé mis en place mi-décembre validé après un parcours vaccinal complet ou par une preuve de guérison a progressivement été étendu par les décrets du 23 et 29 décembre et du 5 janvier à toute les zones et activités. Ainsi à partir du 10 janvier, le citoyen italien devra présenter un pass sanitaire renforcé pour se déplacer en train ou bien utiliser les transports en commun, mais également pour accéder aux restaurants ou aux installations de sport d'hiver.

En outre, le Conseil des ministres franchit une nouvelle étape en imposant la vaccination obligatoire aux personnes âgées de plus de cinquante ans, ainsi qu'au personnel enseignant. Ces derniers devront présenter un pass sanitaire renforcé pour accéder à leur lieu de travail à partir du 15 février. La mesure concerne près de 2 millions de personnes. Si elles ne se conforment pas à cette nouvelle mesure, elles devront s'acquitter d'une amende de 100 euros. Les entreprises seront en charge du contrôle et pourraient se voir imposer une amende de 600 à 1 500 euros en cas de non-respect de la loi.

L'extension du pass sanitaire renforcé devrait donner un nouvel élan à la campagne de vaccination. Le taux de vaccination des personnes de plus de douze ans ayant reçu deux doses est de 86,13%, tandis que le nombre de personnes concernées par le rappel (3^e dose) a atteint 21 millions de personnes soit 69,5%. Quant aux cinq-onze ans, ils sont 435 197 enfants à avoir reçu au moins une dose (11,9%).

✓ Notre opinion – Outre l'extension du port du masque et l'interdiction des grands rassemblements, l'Italie afin d'éviter de nouvelles fermetures, mise tout sur la vaccination. Le gouvernement a une dernière carte en main, même si cette dernière ne fait pas l'unanimité : l'imposition du pass sanitaire renforcé qui équivaut à présent à un pass vaccinal sur le lieu de travail. La mesure a été appliquée pour les personnes âgées de plus de cinquante ans, mais sa généralisation à l'ensemble des travailleurs du public et privé a été discutée. Les salariés sont pour le moment soumis à la présentation d'un pass sanitaire classique et peuvent encore présenter un test négatif pour exercer leur activité. Au cours du Conseil des ministres du 5 janvier, Forza Italia et le PD se sont montrés favorables, soutenus également par les organisations patronales, tandis que la Ligue et le M5S ont montré des réticences à élargir cette obligation vaccinale. Rien n'empêche cependant qu'elle soit envisagée en cas d'aggravation de la situation.

Royaume-Uni

Des révisions significatives du PIB par l'ONS nous conduisent à réajuster nos prévisions

Le 21 décembre dernier, l'ONS a publié des révisions non négligeables des comptes trimestriels. La variation du PIB au T3-2021 a été revue à la baisse à +1,1%, contre +1,3% précédemment. En revanche, l'activité s'est repliée un peu moins fortement en 2020 : de 9,4% en moyenne annuelle, contre -9,7% dans l'estimation précédente. À la fin du T3-2021, le PIB se trouve 1,5% sous son niveau du T4-2019, contre -2,1% estimé précédemment.

L'essentiel de ces mouvements s'explique par les révisions apportées à la consommation des ménages. À présent, son écart par rapport au T4-2019 est estimé à -2,1%, contre -4,4% précédemment, et son taux de croissance trimestriel au T3-2021 à 2,7%, contre 2% dans la première estimation. Cela s'explique principalement par une révision significative des dépenses des ménages dans la restauration. Son écart par rapport au T4-2019 est à présent comblé (-0,1%), alors qu'il était encore estimé à -15,6% dans l'estimation précédente.

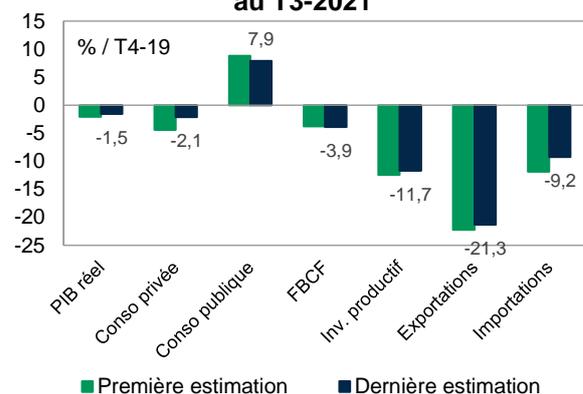
En corollaire à ces meilleurs chiffres de consommation des ménages, les importations ont subi une légère révision à la hausse avec un écart par rapport au T4-2019 estimé à -9,2% (contre -11,8% précédemment). Les exportations demeurent le maillon le plus faible de la croissance britannique avec un écart par rapport au T4-2019 de plus de -20%.

La formation brute de capital fixe n'affiche pas de révision significative, avec un niveau s'établissant 3,9% sous le T4-2019. Grâce à une performance soutenue de l'investissement public (+11,4%) et de l'investissement immobilier (+4,2% depuis le T4-2019), la formation brute de capital fixe continue d'afficher une performance nettement supérieure à celle de l'investissement productif. L'investissement productif a été légèrement révisé à la hausse, mais demeure très en-deçà de son niveau d'avant-crise : -11,7% (contre -12,4% précédemment). Sa performance est tirée à la baisse par l'investissement en

équipements de transport (-56,1% sous leur niveau d'avant-crise) et les autres bâtiments et structures (-19,3%). En revanche, l'investissement en équipements informatiques et autres machines et équipements a continué de croître et se situe à présent 5% au-dessus de son niveau d'avant-crise. L'introduction le 1^{er} avril dernier par le gouvernement de nouveaux allègements fiscaux temporaires pour inciter les entreprises à investir (connus sous le nom de « *super deduction*¹ ») devrait contribuer à soutenir l'investissement en équipements informatiques et autres machines et équipements. Celui-ci a rebondi de 5,6% sur les deux derniers trimestres, mais, comme noté par l'ONS, il est difficile d'évaluer dans quelle mesure ce rebond est attribuable à la « *super deduction* ».

Enfin, les dépenses de l'État continuent de s'afficher comme la principale contribution à la croissance britannique depuis le T4-2019, avec une consommation publique estimée 7,9% au-dessus de son niveau d'avant-crise (contre 8,8% précédemment).

R-U : composantes du PIB au T3-2021



Sources : ONS, Crédit Agricole S.A.

Notre opinion – Dans notre dernier [scénario trimestriel](#) publié en décembre, nous avons révisé nos prévisions à 6,9% pour 2021 (contre 7,2% en octobre dernier) et à 4,8% pour 2022 (contre 4,9%). Les dernières révisions des données officielles par l'ONS imposent à nouveau quelques légers ajustements de nos prévisions. Le PIB ayant été révisé à la hausse en 2020, cela implique un meilleur acquis pour l'année 2021 et nous oblige à rehausser notre prévision pour l'année dernière à 7,1% (très proche donc de notre prévision d'octobre) et ce, malgré des taux de croissance prévus pour le T3-21 et le T4-21 plus faibles qu'anticipé en octobre dernier. Après une croissance du PIB au T3-2021 révisée à la baisse à 1,1%, un mois d'octobre décevant (hausse du PIB de seulement 0,1% sur le mois) et la propagation du variant Omicron, nous n'anticipons plus qu'une croissance du PIB de 0,6% au T4-2021, contre 1,1% précédemment. Un niveau d'activité revu à la baisse à la fin 2021 implique à son tour un acquis plus faible pour 2022. Nous anticipons une croissance moyenne annuelle à 4,5% (contre 4,8% précédemment) en 2022.

¹ À partir d'avril 2021 et pendant deux ans, les entreprises sont en mesure de réduire leur bénéfice imposable d'un montant

correspondant à 130% de leur investissement en installations et machines éligibles au dispositif.

Pays émergents

Moyen-Orient et Afrique du Nord

Israël : un environnement porteur et une économie performante malgré la crise

Après une année difficile en 2020 en raison de la crise sanitaire qui avait provoqué une récession de 2,2%, le redressement de l'activité est assez spectaculaire en 2021, tiré par la consommation des ménages qui rebondit de plus de 10% et les investissements qui progressent de 8,7%. Au total, le PIB devrait progresser de 6,2% en 2021 et la croissance est attendue à 4,5% cette année par la plupart des instituts d'analyse. Israël est l'un des rares pays au monde à avoir effacé en moins de six mois les mauvaises performances de l'année 2020.

Cela est en grande partie dû aux performances intrinsèques de l'économie israélienne, mais aussi de la gestion rigoureuse de la crise sanitaire et du taux de vaccination assez élevé pratiqué dans le pays (63%). Début 2022, il est néanmoins confronté à sa cinquième vague de Covid-19 issue du variant Omicron et aussi en raison d'une vaccination qui plafonne, malgré les rappels tous les six mois. Les conséquences sont très contenues, compte tenu de l'absence de nouveaux confinements et de la létalité modérée de ce nouveau mutant.

La croissance économique reste très équilibrée avec des excédents courants réguliers qui ont même progressé à plus de 5% du PIB en 2020, en raison de la baisse des importations. Cette tendance est bien ancrée à moyen terme et ne devrait pas être remise en cause, compte tenu de la montée en charge de l'exploitation gazière qui soutient la hausse des exportations chaque année.

Des excédents courants de plus de 4% du PIB (soit plus de 20 milliards de dollars) sont envisageables de façon récurrente. À cela s'ajoutent les transferts

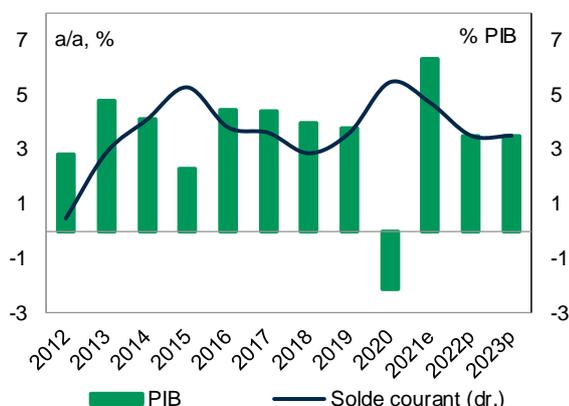
de la diaspora et les investissements étrangers toujours vigoureux qui ont provoqué une forte hausse de 23% des réserves en devises à 213 milliards de dollars à fin 2021. Ceci représente l'équivalent très confortable de trente-et-un mois d'importations.

Par ailleurs, la dette externe est très contenue, estimée à 18% du PIB à fin 2021. Elle a fortement baissé depuis une quinzaine d'années et elle est désormais inférieure aux réserves en devises. Israël est donc un important créditeur net sur les marchés de capitaux internationaux.

Le principal risque macro-économique auquel est confronté le pays est lié à la surévaluation éventuelle du shekel, en raison de l'attrait pour l'économie israélienne provoquant la hausse des réserves. La politique monétaire est articulée pour éviter une surévaluation qui pourrait entraîner des pertes de compétitivité. La pression à la hausse de la monnaie ne devrait toutefois pas s'atténuer en raison des excédents courants futurs anticipés.

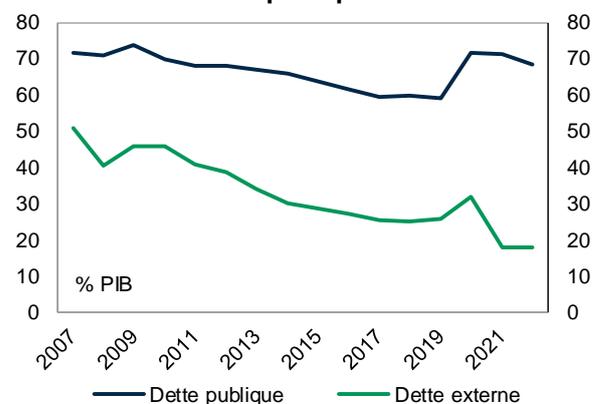
La crise a toutefois laissé des traces sur les finances publiques. L'État, après s'être désendetté pendant dix ans, a organisé un plan de soutien économique massif contre la crise Covid qui a fait dérapier le déficit budgétaire à plus de 11% du PIB en 2020 et encore 4,5% du PIB en 2021. La dette publique a donc augmenté à 72% du PIB à fin 2021 (+13% par rapport à 2019). Cette forte hausse reste toutefois dans la moyenne basse des pays dits « développés » et ne remet pas en cause la qualité du souverain. Elle devrait diminuer progressivement au cours des prochaines années.

Israël : PIB et solde courant



Sources : Central bureau of statistics, Crédit Agricole S.A.

Israël : dettes publique et externe



Sources : EIU, Crédit agricole S.A.

Notre opinion – L'année économique 2022 s'annonce également sous de bons auspices. C'est notamment le cas de l'environnement géopolitique et des accords d'Abraham signés avec les Émirats, Bahreïn et le Maroc qui pourraient apporter un léger gain de croissance à la région.

Europe centrale et orientale, Asie centrale

Pologne : une nouvelle année qui sera encore marquée par l'inflation

Pendant que la nouvelle vague pandémique suit son cours avec une forte hausse des contaminations, la hausse des prix marque, elle aussi, une flambée en décembre avec une progression de 8,3% et cela devrait encore se poursuivre en ce début d'année. La Banque centrale vient de réviser ses prévisions de hausse de l'inflation pour l'année 2022 à 7,6%, alors qu'il y a deux mois, elle prévoyait 5,8% de hausse annuelle pour 2022.

Tout d'abord, le caractère transitoire de l'inflation est de moins en moins convaincant et on s'attend plutôt à un taux d'inflation supérieur en 2022 à celui de 2021 (ce dernier devrait s'établir autour de 5,1%). Le haut de la courbe devrait être atteint ce mois-ci avec une hausse autour de 9%, pour redescendre ensuite et à nouveau rebondir en fin d'année 2022. Nous prévoyons une hausse annuelle de 7,3% pour l'ensemble de l'année 2022.

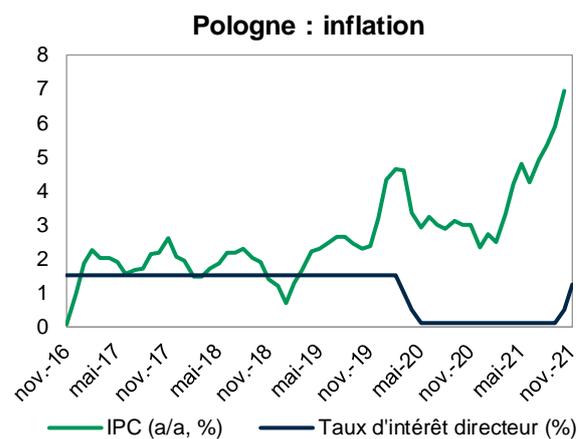
Les raisons de cette hausse des prix sont multiples et à la fois externes et internes. Premièrement, il y a la forte hausse des prix de l'énergie dont la Pologne est majoritairement importatrice (gaz, pétrole, électricité). Ces éléments ont non seulement un impact direct sur la facture de la consommation des ménages, particulièrement lors la saison d'hiver, mais aussi dans un deuxième temps sur la hausse des prix à la production qui se répercute à son tour sur les prix finaux. Ensuite, il y a eu l'augmentation rapide des prix des matières agricoles qui a également été un facteur de hausse des coûts de production des biens alimentaires.

Enfin, la reprise économique en 2021 a accentué la pression des hausses salariales en Pologne, bien que la tendance était déjà présente avant la crise sanitaire dans une économie avec un très faible taux

de chômage (autour de 3%). Les tensions sur les chaînes d'approvisionnement mondiales sont également source de tensions sur les prix, prolongeant ainsi les coûts et les délais de production.

La Banque centrale, tente depuis plusieurs mois de stabiliser les pressions inflationnistes avec également le souci de ne pas freiner la reprise économique. Cette semaine, une nouvelle hausse de 50 points de base a amené le taux directeur à 2,25% et le gouverneur de la Banque centrale a laissé entendre qu'une bonne marge d'augmentation reste possible sans endommager la croissance du PIB. Le taux directeur pourrait donc atteindre 3%, voire 4% à moyen terme, selon l'institution.

Globalement, l'année 2022 sera marquée encore par une volatilité relativement forte du taux d'inflation, dans un cadre global d'incertitudes économiques et politiques.



Notre opinion – L'enjeu inflationniste n'est pas uniquement économique. Certes, une maîtrise de l'inflation permet d'ancrer les anticipations des différents acteurs des marchés, notamment les investisseurs. Mais, le paramètre politique dans un cadre de hausse importante du taux d'inflation n'est pas à négliger. Les hausses qu'on observe actuellement affectent directement la consommation des ménages et la hausse des prix de l'énergie fragilise davantage les plus précaires et les plus pauvres. Bien que le gouvernement explique que cette inflation est due principalement à des facteurs externes, cela n'améliore malheureusement pas le quotidien des Polonais.

Ainsi, dans un tel cadre, le risque de mécontentement politique est plus fort. Par ailleurs, les autres questions politiques qui divisent Varsovie et Bruxelles sur la sauvegarde de l'État de droit et des libertés individuelles ou encore le scandale des écoutes téléphoniques des personnages de l'opposition (affaire Pegasus), pourraient redevenir encore plus sensibles pour les Polonais, dont les conditions de vie se détériorent avec cette hausse des prix. Il faut rappeler que la base de l'électorat PiS se situe dans les petites et moyennes villes polonaises.

Le contrat social, basé sur une progression de revenus et des aides sociales dans un cadre de très faible inflation, pourrait être remis en cause par une inflation durable. Par ailleurs, avec une crise sanitaire qui se poursuit, le gouvernement a de moins en moins de marge de manœuvre budgétaire pour intervenir en soutien des plus faibles. À ce stade, seul le secteur minier menace de se mettre en grève, afin d'obtenir des augmentations de salaires, mais ce pourrait n'être que le début d'une plus forte mobilisation.

Afrique sub-saharienne

Afrique du Sud : la préoccupante hausse ininterrompue du chômage

L'accumulation des mauvaises performances économiques en Afrique du Sud, notamment une croissance du PIB très faible et les effets de la crise du coronavirus ont des effets dévastateurs sur le niveau de chômage qui progresse de façon ininterrompue depuis quatre ans (début 2018).

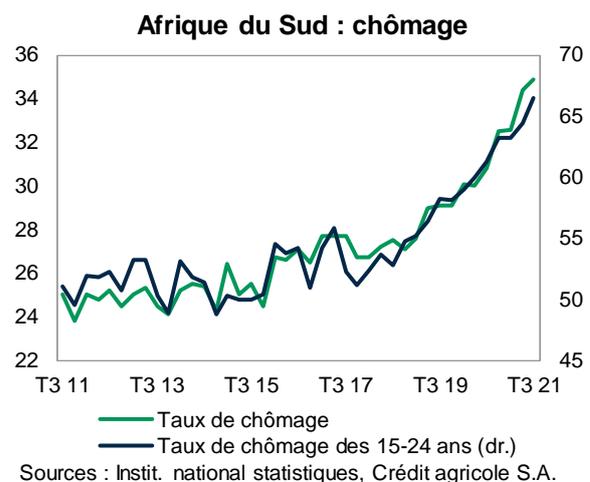
Le niveau de chômage a progressé de 26,7% en janvier 2018 à 34,9% en septembre 2021. Encore plus préoccupant, le chômage des jeunes (quinze/vingt-quatre ans) s'établit désormais à 66,5% à fin septembre 2021. Il était déjà au niveau très élevé de 53% il y a quatre ans. Hors secteur informel, c'est désormais deux jeunes sur trois qui se retrouvent sans emploi.

Plusieurs facteurs sont à la source de ce chômage de masse. D'une part, une grande partie du chômage est structurelle et n'a pas encore trouvé d'issue par une plus forte industrialisation qui absorberait les jeunes générations arrivant sur le marché du travail. Les défis d'éducation restent toujours très élevés dans le pays, mais ne suffisent pas à donner du travail à tous, y compris parmi les jeunes diplômés. Le secteur agricole est très concerné par le sous-emploi, tandis que le secteur de la construction a aussi perdu beaucoup d'emplois. Le chômage s'accroît également dans le secteur informel.

De plus, il y a eu très peu de moyens de protection sociale mis en place lors du déclenchement de la

crise sanitaire et les populations ont subi de plein fouet les mesures de confinement et de licenciement.

La croissance de la population, tout en restant moins forte que la moyenne du continent, s'établit par ailleurs à 1,4% par an au cours des vingt dernières années. Ce qui signifie que le pays croît de 800 000 habitants par an et que le marché du travail ne peut pas actuellement offrir des emplois aux nouvelles générations.

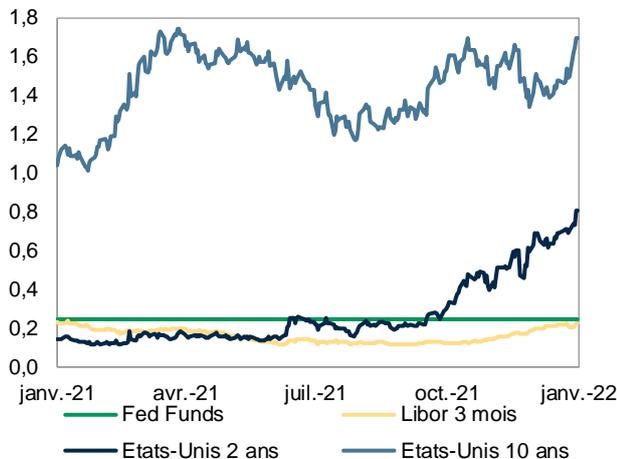


 **Notre opinion** – En 2022, le chômage pourrait continuer progresser moins vite, mais malgré tout faire progresser l'instabilité sociale.

Tendances à suivre

Taux d'intérêt en dollar américain

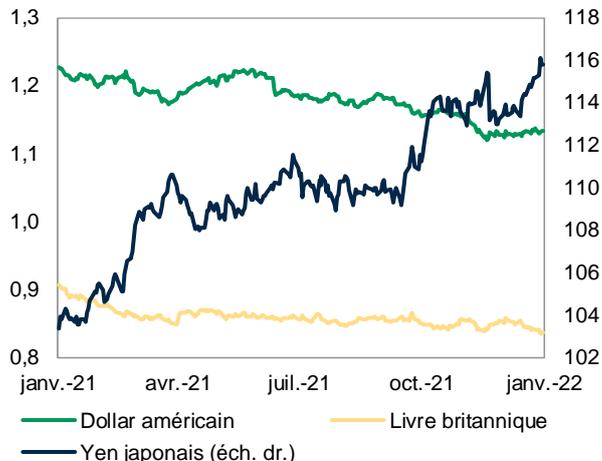
%, interbancaire (Londres) et souverains (États-Unis)



Source : Thomson Reuters

Taux de change des principales devises

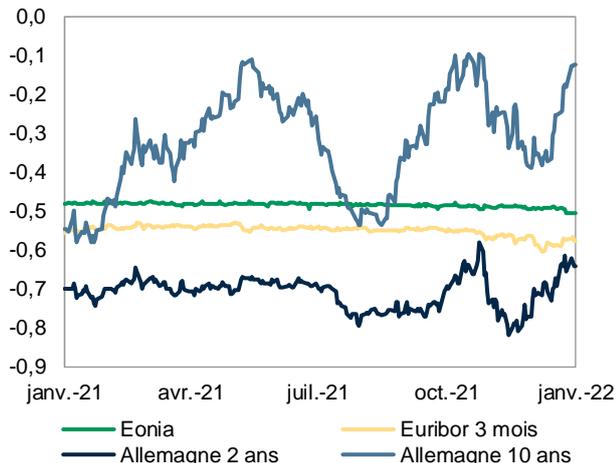
EUR/USD, EUR/GBP et USD/JPY



Source : Thomson Reuters

Taux d'intérêt en euro

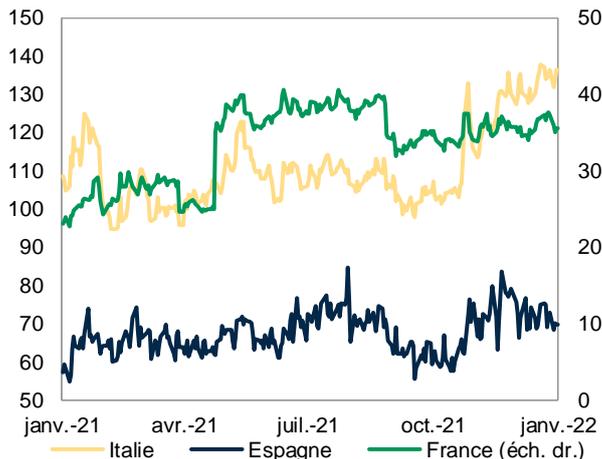
%, interbancaires (Londres) et souverains (Allemagne)



Source : Thomson Reuters

Spreads souverains européens avec le Bund

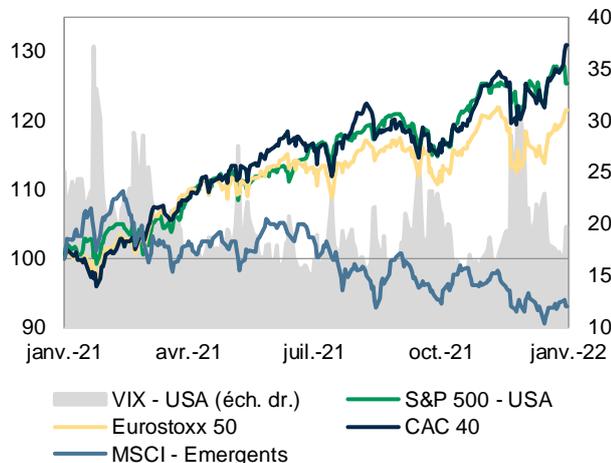
Pdb, dette en EUR à dix ans



Source : Thomson Reuters

Marché actions

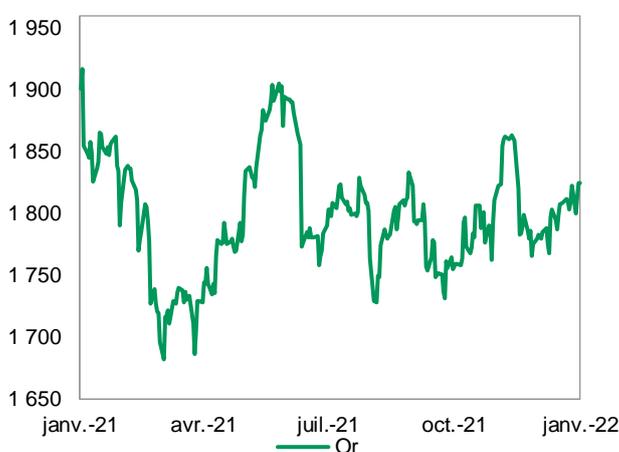
Indice boursiers (100 = début de période) et volatilité VIX



Source : Thomson Reuters

Cours de l'once d'or

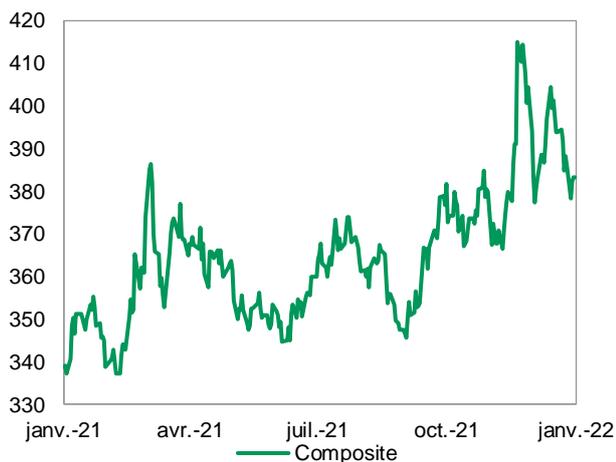
USD/Once troy (Londres)



Source : Thomson Reuters

Spreads souverains émergents avec le T-Bond

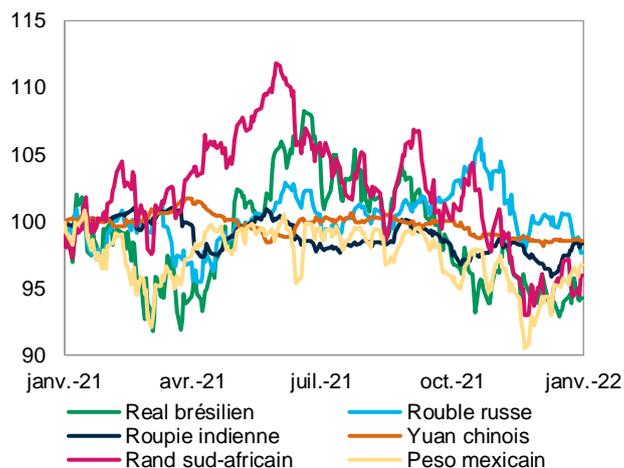
Indices EMBI+ (pdb, dette en USD de plus d'un an)



Source : JP Morgan

Devises émergentes

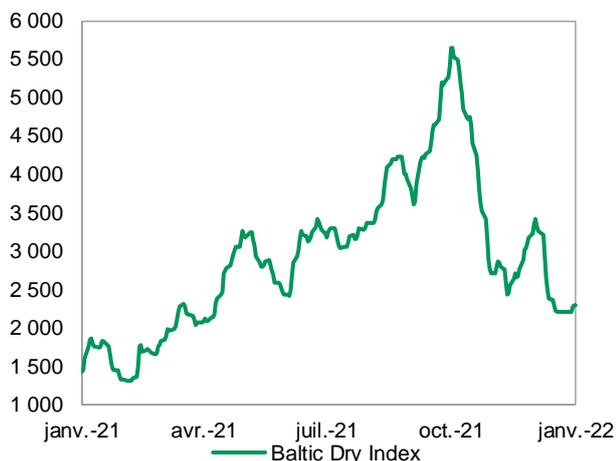
/USD (indice 100 = début de période)



Source : Thomson Reuters

Coût du transport maritime de vrac sec

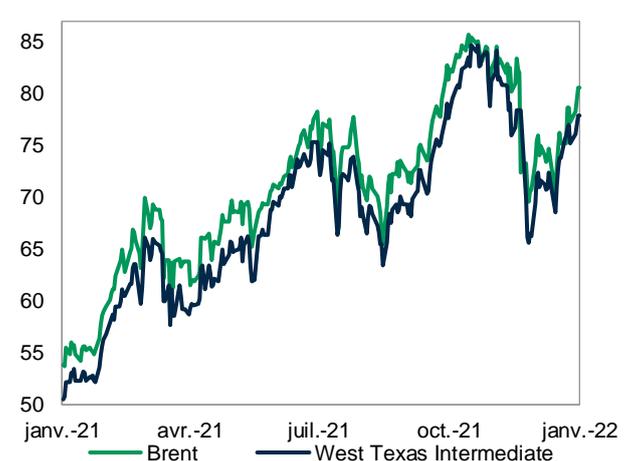
Baltic Dry Index (USD/point)



Source : Baltic Exchange

Cours du baril de pétrole brut en USD

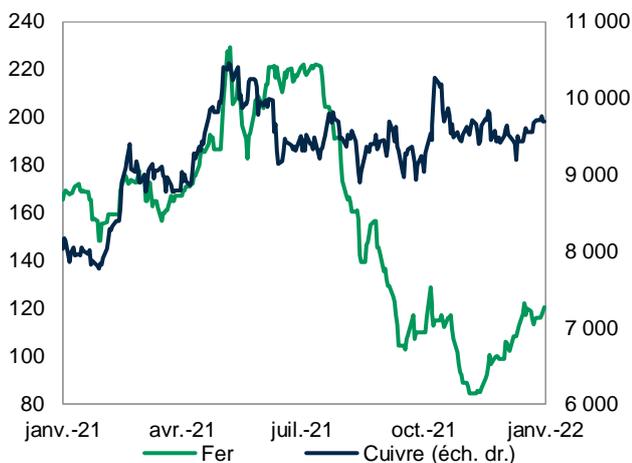
Brent (mer du Nord) et WTI (golfe du Mexique)



Source : Thomson Reuters

Cours des métaux

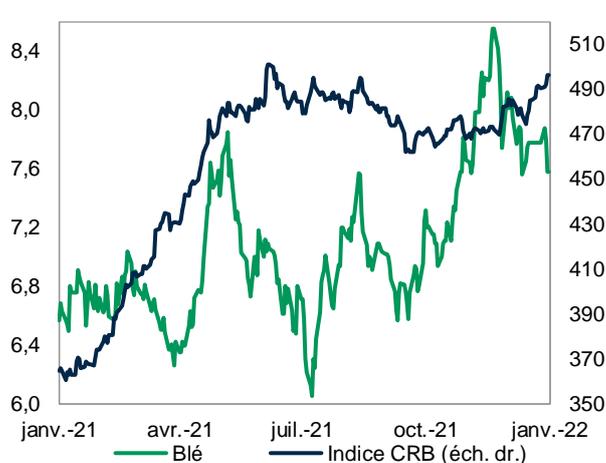
USD/tonne métrique



Sources : Steel Home, London Metal Exchange

Agriculture

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



Sources : USDA, CRB

Consultez nos dernières parutions en accès libre sur Internet :



Monde – Scénario macro-économique 2022-2023 – 20 décembre 2021

[Le pari d'une double normalisation](#)

Date	Titre	Thème
21/12/2021	Brésil – La douloureuse mutation du « quoi qu'il en coûte »	Brésil
20/12/2021	Monde – Scénario macro-économique 2022-2023 : le pari d'une double normalisation	Monde
20/12/2021	La BCE tranche prudemment sur son scénario d'inflation et allonge son horizon de moyen terme	Zone euro
17/12/2021	Monde – L'actualité de la semaine	Monde
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

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 : Fabienne PESTY

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

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

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

Application Etudes ECO disponible sur l'[App store](#) & sur [Google Play](#)

Cette publication reflète l'opinion de Crédit Agricole S.A. à la date de sa publication, sauf mention contraire (contributeurs extérieurs). Cette opinion est susceptible d'être modifiée à tout moment sans notification. Elle est réalisée à titre purement informatif. Ni l'information contenue, ni les analyses qui y sont exprimées ne constituent en aucune façon une offre de vente ou une sollicitation commerciale et ne sauraient engager la responsabilité du Crédit Agricole S.A. ou de l'une de ses filiales ou d'une Caisse Régionale. Crédit Agricole S.A. ne garantit ni l'exactitude, ni l'exhaustivité de ces opinions comme des sources d'informations à partir desquelles elles ont été obtenues, bien que ces sources d'informations soient réputées fiables. Ni Crédit Agricole S.A., ni une de ses filiales ou une Caisse Régionale, ne sauraient donc engager sa responsabilité au titre de la divulgation ou de l'utilisation des informations contenues dans cette publication.