

# Perspectives

Hebdomadaire – N°22/014 – 14 janvier 2022

## MONDE – L'actualité de la semaine

☞ Les marchés résistent bien.....	2
☞ Zone euro : normalisation des revenus des ménages et de la rentabilité des entreprises au T3 2021 .....	3
☞ Zone euro : le prix de l'énergie pèse plus lourdement sur la balance commerciale .....	4
☞ Italie : rebond dans l'industrie.....	4
☞ Espagne : vers une double hausse du salaire minimum en 2022 ? .....	5
☞ Brésil : l'optimisme (timidement).....	6
☞ Algérie : la remontée du prix du pétrole soutient les réserves, mais l'inflation menace.....	8
☞ Une année 2022 riche en défis pour l'Afrique sub-saharienne.....	9

 **Les marchés résistent bien**

Beaucoup de données en provenance des États-Unis, signalant le recul des ventes au détail, la bonne tenue du marché du travail, sous tension tout comme les chaînes d'approvisionnement selon le *Beige Book*, mais aussi (et surtout) l'accélération déjà bien anticipée de l'inflation et, enfin, la Réserve fédérale qui confirme sa détermination à lutter contre l'inflation.

Après quatre mois consécutifs de hausse (au rythme mensuel moyen de près de 1%), les ventes au détail se sont repliées de 1,9% en décembre. Outre l'accélération de l'inflation, les principales raisons de ce recul semblent plutôt circonstancielles, puisque seraient incriminés la hausse des infections liées au variant Omicron et des achats de Noël effectués par anticipation, les consommateurs redoutant des délais de livraison importants. Cela ne semble pas augurer d'un repli massif de la consommation des ménages dont le revenu disponible nominal devrait continuer de bien se tenir. Selon le rapport du *Bureau of Labor Statistics* de décembre évoqué [la semaine passée](#), l'emploi et les salaires se portent en effet plutôt bien. Grâce à une légère hausse du taux d'emploi (59,5%) couplée à un taux de participation stable (61,8%), le taux de chômage poursuit son recul (à 3,9%) et n'excède plus que de 0,4 point de pourcentage son niveau d'avant-crise (février 2020). Le salaire horaire moyen progresse de 4,7% sur un an. Pour sa part, le *Beige Book* fait état d'une demande de travail toujours élevée, mais confrontée à une pénurie de main-d'œuvre et à des difficultés de recrutement propices aux hausses de salaires (notamment les bas salaires). Bien qu'en repli, les tensions sur les approvisionnements et le coût des inputs demeurent.

L'inflation totale ralentit en rythme mensuel en décembre, mais accélère en rythme annuel : la hausse mensuelle passée de 0,8% à 0,5% propulse l'évolution sur douze mois à 7% (contre 6,8% en novembre), une première depuis le début des années 1980. Quant à l'inflation sous-jacente, en hausse de 0,6% sur le mois, elle atteint 5,5% en variation annuelle (contre 4,9% en novembre et un point bas en 2021 à 1,3% en février), soit son plus haut niveau depuis le début des années 1990. Les augmentations des prix du logement et des véhicules d'occasion (en raison d'un manque de

véhicules neufs lui-même dû à la pénurie de semi-conducteurs) sont les plus importants contributeurs à la hausse mensuelle alors que les prix alimentaires voient leur contribution se replier.

Considérant l'inflation comme un risque majeur, les responsables de la Fed (dont son président, J. Powell, reconduit pour quatre ans) auditionnés par le Sénat ont insisté sur la reprise de l'activité et de l'emploi, tout en estimant que le risque de mise en place d'une boucle prix-salaires était faible. Selon les intervenants de la Fed, l'inflation devrait ralentir à partir du second semestre. En termes de politique monétaire, les achats d'actifs devraient expirer en mars (le bilan de la Fed pourrait diminuer à partir de la fin de l'année) et la question du relèvement des taux directeurs devrait être abordée lors du prochain FOMC (25 et 26 janvier). Les marchés tablent sur une première hausse en mars avec une probabilité de 90%. Le « biais *hawkish* » de la Fed est confirmé par de nombreux intervenants désormais favorables à un relèvement dès le mois mars et, pour certains d'entre eux, à quatre hausses des taux directeurs cette année alors que le point médian du *dot plot* signale trois hausses portant le taux des *Fed Funds* à 0,875% fin 2022.

Tant le chiffre élevé d'inflation américain que la tournure progressivement plus restrictive de la Fed, qui ne semble néanmoins pas s'engager sur la voie d'un resserrement violent, n'ont pas perturbé les marchés. Bien anticipés (comme le signale notamment la hausse des taux d'intérêt longs sur le mois écoulé), ces événements ont été facilement « digérés » : si les taux courts américains se sont très légèrement tendus (le taux à deux ans progresse de 6 points de base, pb, à 0,93%), la stratégie de la Fed paraît suffisamment crédible pour imprimer une marque légèrement baissière sur les taux à dix ans (-3 pb à 1,73%). En zone euro, les taux ne subissent pas de pressions et les primes souveraines se contractent. Les marchés émergents résistent bien et les marchés actions enregistrent des replis hebdomadaires contenus. Mais la hausse du prix du pétrole se poursuit : la progression de 4,4% sur la semaine (à 85,3 dollars/baril) porte la hausse sur un mois à près de 16%...

## Zone euro

### Zone euro : normalisation des revenus des ménages et de la profitabilité des entreprises au T3 2021

Le troisième trimestre a marqué une nouvelle baisse du taux d'épargne dans la zone euro. À 15%, il a atteint son plus bas niveau depuis la crise du Covid, mais il demeure supérieur à tout niveau connu avant la crise. L'excès d'épargne cumulé avec la crise s'est donc beaucoup réduit, mais il reste encore positif dans la zone et dans ses principales économies. Ce surplus est moindre en Allemagne qu'en France, en Italie et en Espagne. C'est en Espagne qu'il s'est encore accru au troisième trimestre à la différence des autres grands pays.

La baisse du taux d'épargne a accompagné la croissance soutenue de la consommation et a compensé l'affaiblissement de la progression du revenu disponible nominal (0,8% sur le trimestre, après 1,4% au T2) et surtout la stabilité du revenu disponible réel. Le revenu disponible a pu progresser grâce à une forte augmentation des revenus du travail, poussés par l'accélération de l'emploi salarié (1%) et du salaire par tête (+2,3% sur le trimestre). Les revenus des indépendants ont aussi bien progressé, tandis que le soutien public aux revenus des ménages a reculé et les impôts ont contribué négativement à la croissance du revenu disponible pour le deuxième trimestre consécutif, après cinq trimestres de contribution positive.

C'est donc une normalisation des sources de revenu qui est en cours, avec les revenus du travail qui fournissent une plus forte contribution grâce à des comportements d'activité qui retrouvent progressivement leurs modalités pré-pandémiques. Les ménages ont continué d'investir dans le logement, bien qu'à un moindre rythme, mais leur taux d'investissement a continué d'augmenter. Leur investissement financier a diminué, notamment dans les actifs liquides, dont la part dans le revenu a néanmoins continué d'augmenter. La croissance de l'endettement bancaire a accéléré, mais la dette en points de PIB est en baisse. La remontée de la richesse financière, tirée par des gains de valorisation et de

la richesse immobilière pousse encore à la hausse la richesse nette des ménages.

La profitabilité des entreprises reste élevée malgré une progressive levée du soutien public, qui la ramène sur des niveaux plus « normaux ». La part des profits des entreprises de la zone euro s'est réduite au troisième trimestre (à 40,4% de la valeur ajoutée, après 41,4% au T2). Les rémunérations se sont accrues de 3% sous l'effet de la remontée de l'emploi (+0,9%) et des heures travaillées (+2,2%), ainsi que de la rémunération par tête (2%, après 0,2%). Cette hausse a été plus rapide que celle de la productivité (+1,3%) et a provoqué le redressement des coûts salariaux unitaires (+0,7%). Mais ce sont aussi les impôts nets des subventions qui ont érodé la profitabilité : en hausse de 2,2% sur le trimestre, ils ont inversé leur tendance à la baisse. C'est la conséquence logique de la normalisation de l'activité, que l'on peut lire dans la très forte croissance de la valeur ajoutée du secteur du commerce, des transports, de l'hôtellerie et de la restauration et qui a entraîné une baisse du soutien public à la liquidité et à la profitabilité des entreprises.

L'investissement des SNF s'est toutefois redressé en valeur (0,9% sur le trimestre), mais pas assez pour enrayer le repli du taux d'investissement (à 23%, depuis 23,6%). Ainsi la capacité de financement a légèrement baissé, sans pour autant entraver la progression de l'investissement financier. Tout comme les ménages, les entreprises ont aussi limité leur investissement de précaution avec un net ralentissement de l'investissement en actifs liquides, qui retrouve des niveaux plus normaux.

Le rythme de croissance de l'endettement s'est renforcé, sous l'effet de l'accélération de l'endettement obligataire et bancaire (3% sur un an après 2,3%) ayant compensé la baisse des émissions d'actions. La part de la dette des SNF dans le PIB a néanmoins continué de baisser (à 79,8% soit moins deux points sur un an).

**✓ Notre opinion** – *Les ménages de la zone euro sont en train de transformer progressivement leur excès d'épargne en consommation, mais aussi en investissement en actifs non liquides et en logement. Néanmoins, les ménages à revenus faibles continuent de montrer une forte dépendance au soutien public et ont déjà entamé l'excès d'épargne cumulé avec la crise. La progression des revenus du travail va se modérer dans les prochains trimestres, une fois le processus de rattrapage de l'emploi et des heures travaillées achevé. Le revenu disponible va retrouver un rythme de croissance proche de celui des prix, stabilisant ainsi le pouvoir d'achat en 2022. Les effets de richesse positifs et la normalisation des comportements d'épargne soutiendront la consommation (5,9% en 2022 et 2,2% en 2023 après 3,5% en 2021).*

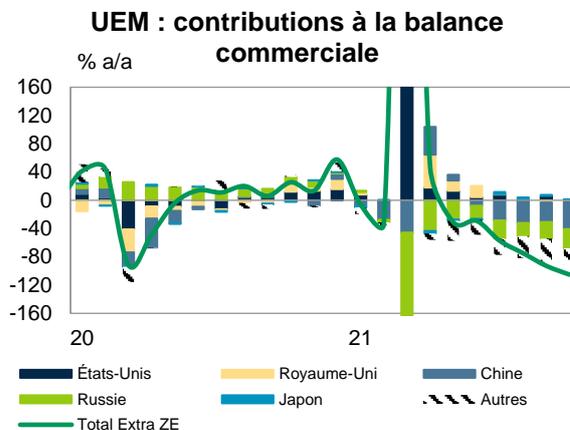
*Le maintien d'une profitabilité élevée des entreprises de la zone euro va pouvoir compter sur un cycle de productivité plus favorable. L'investissement peut continuer de s'appuyer sur cette bonne santé des entreprises et sur une demande privée et publique soutenue par les plans de relance (croissance de 5,8% prévue en 2022 et de 4,4% en 2023 après 3,6% en 2021). La contribution négative de l'investissement en biens de transport demeurerait, mais devrait progressivement s'estomper.*

### Zone euro : le prix de l'énergie pèse plus lourdement sur la balance commerciale

Les exportations de la zone euro atteignent 213,2 milliards d'euros en novembre dernier, en hausse de 12,8% sur un an, tandis que les importations s'établissent à 214,5 Mds €, en hausse de 30,2% sur un an. Ainsi, la balance commerciale de la zone se retrouve déficitaire à hauteur de 1,3 Md €, une première depuis octobre 2011.

Cette contraction de la balance commerciale résulte essentiellement des échanges extra-zone pour lesquelles les importations ont très nettement dépassé les exportations, même si celles-ci enregistrent de belles performances, alors que les échanges intra-zone continuent d'être excédentaires. Les deux principaux pays contributeurs à ce repli de la balance commerciale sont la Chine et la Russie. La forte hausse de la demande en matières premières et produits intermédiaires chinois explique cette accélération des importations chinoises. La dégradation de la balance commerciale de la zone euro avec la Russie provient davantage du renchérissement du prix des produits énergétiques qui pèsent lourdement sur les importations. Le commerce

extérieur de la zone endure plus visiblement les conséquences de la crise sanitaire avec des problèmes d'approvisionnement en accordéon qui accroissent la demande de restockage et des hausses très significatives des prix de l'énergie.



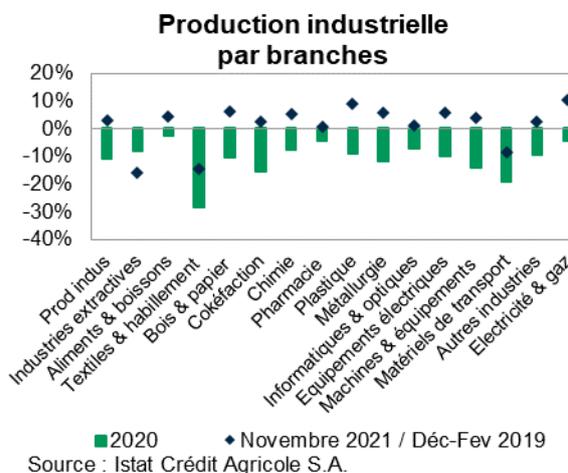
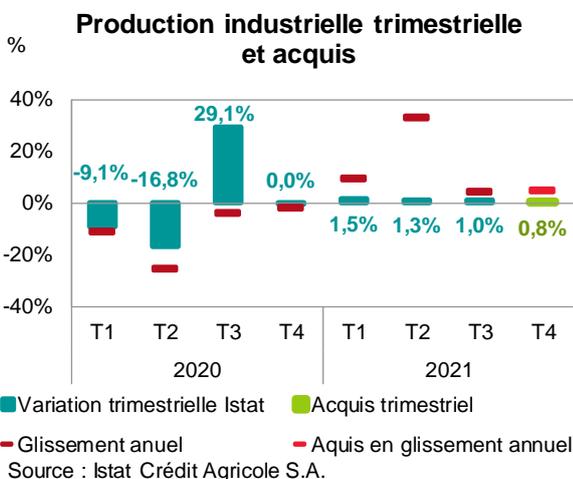
Sources : Eurostat, Crédit Agricole S.A.

**Notre opinion** – La balance commerciale de la zone euro se contracte pour la première fois depuis dix ans en raison du niveau élevé des importations en provenance de Chine, mais aussi du très net renchérissement du prix de l'énergie importée notamment de la Russie. Ces conséquences de la crise sanitaire reflètent le fort degré de dépendance de la zone à ces produits importés. Cette situation pourrait perdurer une grande partie du premier semestre, au regard de l'évolution de l'épidémie dans le monde et des contraintes d'offre qui continuent de rester importantes en zone euro.

### Italie : rebond dans l'industrie

L'optimisme des enquêtes de novembre se reflète dans les données de production industrielle. L'indice a enregistré un rebond de 1,9% par rapport à octobre et de 6,3% par rapport à novembre 2020. Avec cette reprise, l'acquis de croissance laissé au quatrième trimestre est de 0,8%.

de 4,6% pour l'énergie, de 2,0% les biens d'équipement, de 1,7% pour les biens de consommation et de 0,8% pour les biens intermédiaires. Par branche, la croissance la plus marquée d'un mois sur l'autre a été enregistrée dans la fabrication de produits pharmaceutiques (+6%), dans celle de produits plastiques (+3%), ainsi que dans les transports.



Tous les principaux regroupements d'industries ont enregistré des variations positives avec une hausse

En novembre, la production industrielle a largement rattrapé son niveau pré-crise (février 2020), le dépassant même de 3%. À l'exception des biens d'investissement qui accusent encore un retard de 1,9%, l'ensemble des catégories de biens sont au-dessus du niveau de production enregistré en février 2020. Les croissances les plus fortes ont été observées dans les biens de consommation durables, ainsi que dans les biens intérimaires qui ont crû de 9,1% et 5,1%. Par branche d'activité, le constat est

également positif. Seule la fabrication de matériels de transport (-8,7%) pénalisée par le retard de l'industrie automobile et le textile et l'habillement (-14,5%) enregistrent encore un retard par rapport à février 2020. La fabrication de plastique et caoutchouc, la métallurgie ainsi que la chimie semblent quant à elles sorties renforcées de la période de crise présentant une hausse par rapport au niveau de février de respectivement 9,1%, 5,9% et 5,3%.

**✓ Notre opinion** – *Les pénuries sur les intrants ainsi que la hausse des coûts n'ont que partiellement limité la croissance dans l'industrie en novembre. La tendance devrait rester positive en décembre au regard des carnets de commandes encore bien fournis. Elle devrait néanmoins ralentir au cours du premier trimestre, selon les anticipations des entreprises qui s'attendent à une baisse de la demande dans les mois à venir.*

*La production industrielle devrait clôturer l'année 2021 avec une hausse de 11,3% rattrapant le repli de 11% de 2020. L'indice moyen pour 2021 reste cependant inférieur de 1% à celui de l'année 2019, année caractérisée par un ralentissement dans l'industrie. Le dynamisme et la résilience affichés par les entreprises italiennes sont prometteurs pour 2022, mais les marges de progression du secteur industriel sont encore importantes.*

### Espagne : vers une double hausse du salaire minimum en 2022 ?

Le plan normatif annuel espagnol pour l'année 2022, présenté cette semaine par le gouvernement, comprend un total de 368 initiatives politiques que la coalition entend faire avancer tout au long de l'année. Beaucoup d'entre elles faisaient déjà partie du document prévu pour 2021, mais moins de la moitié a été réalisée. Parmi ces initiatives, 92 seront des lois et le reste des décrets royaux, qui ne nécessitent pas l'approbation du Parlement et 40% d'entre elles sont liées au plan de relance.

Dans les mesures les plus importantes nous trouvons :

- ✓ La loi pour le droit au logement, avec des initiatives telles que la limitation des loyers en fonction du type de propriétaire, l'autorisation de déclarer des zones de marché en tension et l'augmentation de la taxe foncière sur les logements vides ;
- ✓ La création du Centre de santé publique de l'État, dédié à la surveillance de la santé publique, l'évaluation des politiques publiques et la préparation et la coordination des réponses aux urgences sanitaires ;
- ✓ La loi sur le régime organisationnel des communes à faible population, qui vise à moderniser la coordination des administrations publiques afin de garantir l'accès aux mêmes droits et services sur l'ensemble du territoire (digitalisation des services publics et création de mécanismes de participation des citoyens accordant une attention particulière aux municipalités moins peuplées).

Le plan prévoit également des mesures en matière de transformation digitale. En 2022, le gouvernement souhaite faire passer la réforme de la « Loi de la science », afin de garantir une carrière de chercheur attrayante et stable, favoriser le transfert de connaissances et favoriser la recherche en facilitant la coordination avec les Communautés autonomes et les démarches administratives pour les nouveaux projets. La modernisation de la « Loi de l'industrie », qui date de 1992 est également prévue, ainsi que la loi visant à assurer la sécurité des réseaux et services de communications électroniques 5G, ce qui favorisera également la diversification des marchés. Un décret royal par lequel sera créé le statut de la *start-up* des étudiants, un outil pédagogique pour qu'ils puissent exercer des pratiques comme s'ils créaient réellement leur entreprise, verra également le jour en 2022.

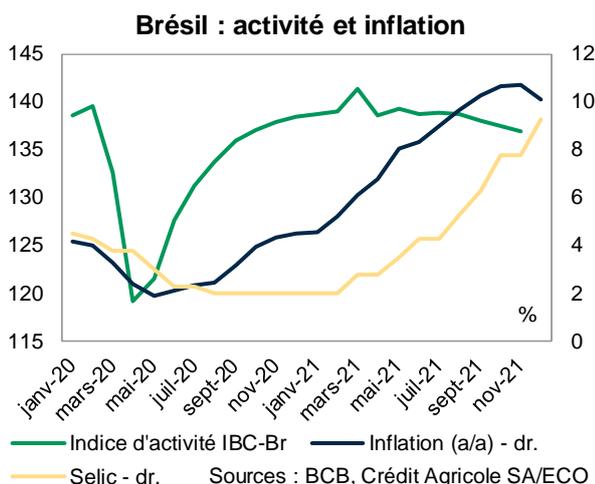
La hausse du salaire minimum interprofessionnel (SMI), aujourd'hui à 965 euros par mois, sera l'une des premières mesures du gouvernement, qui va fixer son niveau pour 2022, après avoir rencontré les partenaires sociaux. Cette réunion n'a pas encore été fixée, mais elle devrait être annoncée prochainement. Le ministère du Travail a jusqu'à présent déclaré que le salaire minimum serait augmenté à partir du mois de janvier, il reste donc à voir si cette augmentation sera approuvée rétroactivement à partir du 1<sup>er</sup> janvier. Le ministère prévoit également l'augmentation du SMI pour 2023 à la fin de 2022. L'augmentation en 2023 est particulièrement importante, car cette année-là, il faudrait atteindre 60% du salaire moyen pour respecter l'accord de coalition. Cela est conforme à la recommandation de la Charte sociale européenne pour le SMI.

## Pays émergents

### Amérique latine

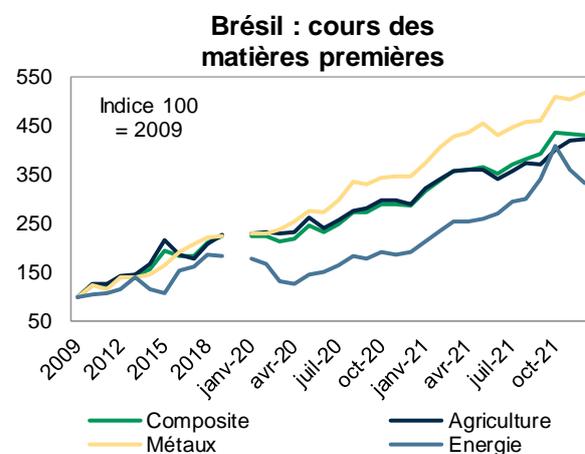
#### Brésil : l'optimisme (timidement)

L'année 2021 aura été décevante<sup>1</sup> puisqu'après une reprise puissante et précoce, on a observé : des révisions successives de la croissance à la baisse et de l'inflation à la hausse, le passage du « quoi qu'il en coûte » monétaire et budgétaire à, d'une part, un resserrement monétaire aussi sévère que légitime et, d'autre part, une « normalisation » budgétaire et, enfin, le maintien malaisé du cap budgétaire en raison notamment de l'alourdissement de la charge de la dette et des *precatórios* ayant donné lieu à d'interminables discussions s'achevant sur un budget 2022 respectant les règles en les assouplissant. À porter au crédit de l'année 2021 : des comptes extérieurs solides portés par de belles performances commerciales et la crédibilité de la Banque centrale (BCB). Si l'année électorale qui débute promet d'être riche et troublée en termes politiques, il semble en revanche que les nouvelles sombres en termes économiques soient désormais intégrées.



L'inflation s'est violemment redressée au cours de l'année stimulée par des facteurs préjudiciables à toutes les économies (cours des matières premières, reprise de la demande en avance sur la normalisation de l'offre), mais aussi spécifiques (hausse des prix de l'électricité en raison de la crise hydrique). L'inflation mensuelle a fléchi en décembre (0,73%, contre 0,95% en novembre) permettant à la progression sur un an de se replier à 10,1% (après 10,7% en novembre). C'est évidemment encore trop élevé et bien au-delà de la cible de la BCB pour 2022 (3,5% +/- 1,5 point de pourcentage, p.p.) mais cela suggère (timidement) que le pic

pourrait être passé. La BCB table sur un repli assez rapide (à 4,7% en 2022, puis 3,4% en 2023, se situant dans la fourchette cible de 3,25% +/- 1,5 p.p.). Cela ne compromet pas (voire justifie) la poursuite du resserrement monétaire (notre scénario table sur un taux Selic fin décembre à 12%, contre 9,25% aujourd'hui) mais permet d'envisager un assouplissement en 2023 sous réserve que soient enregistrés des progrès du côté fiscal, un sujet particulièrement délicat pour la BCB et qui influe sur l'estimation de son taux neutre<sup>2</sup>.



Du côté de la **croissance**, les indicateurs suggèrent que le dernier trimestre ne sera pas florissant (léger recul sur un mois de la production industrielle et repli de l'indice d'activité de la BCB en novembre). Entérinant l'essoufflement après un rebond puissant, la BCB a revu à la baisse son estimation de croissance pour 2021 (à 4,4%), ainsi que sa prévision 2021 (à 1% contre 2,1% en septembre).

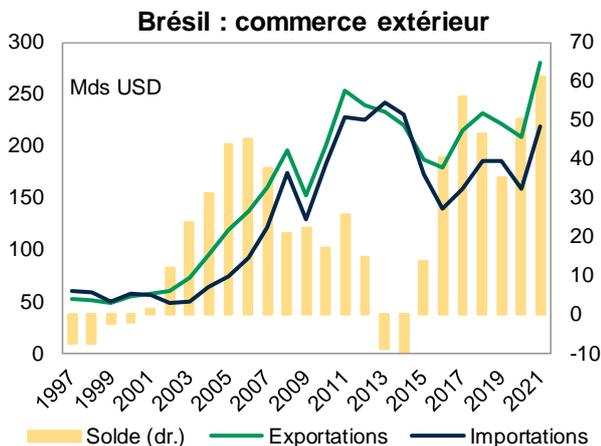
Du côté des **finances publiques**, la situation n'est évidemment pas florissante mais une amélioration, certes limitée au versant primaire, se dessine. En novembre, le secteur public consolidé a affiché un excédent primaire (0,15% du PIB contre un déficit de 0,24% du PIB en octobre ; tous les chiffres sont exprimés en cumul sur douze mois). Les intérêts payés atteignent 4,86% du PIB portant le déficit total du secteur public consolidé à 4,71% du PIB (4,68% en octobre). La dette publique brute (7 000 milliards de reais, soit 81,1% du PIB) recule légèrement (de 1,1 p.p.)<sup>3</sup>.

<sup>1</sup> Brésil : la douloureuse mutation du « quoi qu'il en coûte », [Monde – L'actualité de la semaine](#), 17 décembre 2021.

<sup>2</sup> Dans son rapport sur l'inflation (déc. 2021), la BCB retient pour ses prévisions un taux d'intérêt réel neutre de 3,5% et non plus de 3%. Elle estime également l'écart de production (output gap) à -1,8% au 4<sup>e</sup> trimestre 2021 et le prévoit à -2,1% au T4 2022.

<sup>3</sup> Au cours de l'année, le ratio dette/PIB a diminué de 7,5 p.p. : croissance du PIB nominal (-11,7 p.p.), remboursements nets de dette (-1,4 p.p.), intérêts nominaux (+5,1 p.p.), dépréciation du change (+0,5 p.p.).

Enfin, avec des exportations (280,6 milliards de dollars) et des importations (219,4 milliards de dollars) progressant en valeur de respectivement 34% et 38% sur un an, les chiffres annuels du **commerce extérieur** signalent un excédent commercial record de 61,2 milliards de dollars en 2021 : un succès porté par une spécialisation très « rustique » par produits, mais dont les cours se sont envolés<sup>4</sup> et une grande concentration des exportations sur des zones en forte croissance<sup>5</sup>.



Si l'on se penche sur la progression en valeur pondérée par leurs poids respectifs, quatre grands produits (ou catégories de produits) suffisent à expliquer la progression des **exportations** : soja (12%), minerai de fer (32%), pétrole (17%), industrie de transformation de produits de base peu élaborés (37%). Funcex<sup>6</sup> livre en outre des informations qui permettent de relativiser les excellents résultats à l'exportation. La croissance des exportations (cumulées sur l'année jusqu'à novembre) s'explique bien plus par les prix (+29,3%) que par les volumes (+3,2%). Sur la même période, les exportations de produits de base augmentent de 38,1%, celles de produits semi-finis et finis de, respectivement, 29,1% et de 28,8%. Funcex conclut qu'au cours de la dernière décennie, la prédominance des produits primaires s'est renforcée au détriment des produits à plus forte intensité de facteurs (produits semi-manufacturés et manufacturés). Enfin, Funcex calcule un indice de rentabilité des exportations<sup>7</sup>.

Sur les dix premiers mois de 2021, la rentabilité augmente de 1,8% : les gains obtenus par les augmentations des prix des produits exportés (29,6%) et par la dévaluation du real par rapport au dollar (4,3%) excèdent la hausse des coûts de production (33%). En revanche, sur un an (en octobre), la rentabilité baisse de 1,6%.

Du côté des **importations** en valeur, les sources d'augmentation sont plus diffuses mais quelques grands contributeurs (selon leur progression pondérée par leur poids) se distinguent : gaz naturel (16%), engrais et fertilisants (16%), pétrole (13%). Selon Funcex, les importations (cumulées sur l'année jusqu'à novembre) progressent en volume de 23,1% sur un an, une hausse suscitée notamment par les combustibles (+27,3%) et les biens intermédiaires (+23,2%). Sur la même période, les prix des importations augmentent de 12,8%. Au total, les **termes de l'échange** (moyenne jusqu'à novembre) s'améliorent sensiblement (de 14,9%) sur un an en novembre, mois au cours duquel ils se détériorent (de 6,4% sur un an). Quant au ratio des quantités, il affiche une baisse de près de 16%, la progression des importations en volume excédant celle des volumes exportés.

Ce panorama confirme que peuvent coexister un commerce extérieur florissant et une croissance en berne. Dopées par les valeurs plus que par les volumes, les exportations contribuent plus au renforcement de la solvabilité extérieure qu'à la croissance. Les perspectives pour 2022 restent favorables : demande mondiale de produits de base encore soutenue, cours bien orientés, demande domestique déprimée, normalisation de l'offre avec la dissipation des goulets d'étranglement. Par ailleurs, la « rusticité » des exportations du Brésil, composées de produits de base, lui confèrent un statut particulier : au moment où s'intensifient les craintes de relocalisations, il bénéficie d'une rente naturelle et n'est pas susceptible d'être pénalisé par les stratégies (sous réserve qu'elles soient effectivement mises en œuvre) de réindustrialisation des pays avancés, effrayés par les fragilités industrielles mises en évidence par la pandémie.

<sup>4</sup> Principales exportations (% du total exporté) : agriculture 20% (dont soja 14%), industries extractives 28,5% (dont minerais de fer et pétrole brut, respectivement, 16% et 11%), industrie manufacturière 51,4% (produits faiblement transformés, dérivés des principales exportations : industrie agro-alimentaire, pétrole, etc.). En 2021, l'indice composite du cours des matières premières a crû de 51% alors que ses sous-composantes (agriculture, métaux, énergie) progressaient respectivement de 45%, 48% et 74%.

<sup>5</sup> Principales destinations des exportations : Chine 32%, UE 13%, États-Unis 11,1%, Mercosul 6,1%.

<sup>6</sup> Funcex (Trade Balance and Export Profitability Bulletin, Foreign Trade Bulletin), 5 janvier 2022.

<sup>7</sup> Taux de change nominal moyen du mois (BRL/USD) multiplié par indice des prix à l'exportation, divisé par indice du coût de production en BRL.

## Moyen-Orient et Afrique du Nord

### Algérie : la remontée du prix du pétrole soutient les réserves, mais l'inflation menace

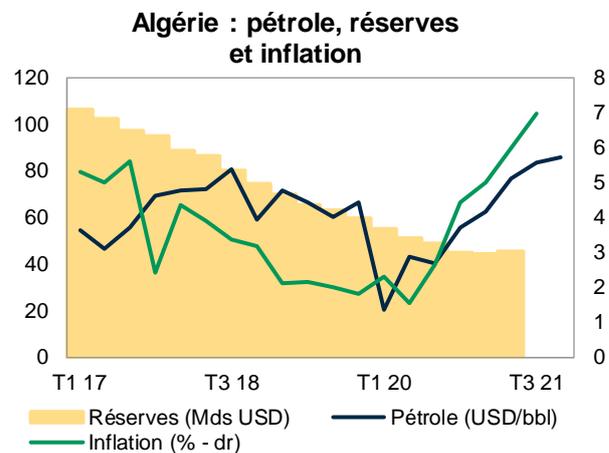
L'Algérie se redresse peu à peu après la récession de 5,5% en 2020, engendrée par la crise sanitaire mondiale et la forte chute du prix des hydrocarbures. Le rebond de croissance du PIB devrait être de 3,5% en 2021 d'une part, en raison du redressement des marchés pétroliers et gaziers tant en termes de prix que de volumes produits et exportés, et, par ailleurs, grâce au regain de consommation interne malgré les confinements.

En termes sanitaires, le pays a été relativement épargné par le coronavirus avec seulement 220 000 contaminés et 6 200 décès depuis le déclenchement de la pandémie. Mais il affronte actuellement sa cinquième vague, alors que l'obligation de *pass* sanitaire dans les espaces publics est active depuis décembre. Cela pourrait brider un peu la croissance du dernier trimestre et du premier trimestre de l'année 2022. Cette recrudescence pourrait toutefois servir d'aiguillon pour faire progresser le taux de vaccination qui reste encore très faible, avec seulement 13% de la population ayant reçu deux doses de vaccin.

Bien que le pays ne retrouvera son niveau de PIB d'avant-crise que dans le courant de l'année 2023 au plus tôt, l'année 2021 se révèle plutôt favorable en raison du redressement des exportations, estimé de plus de 8% l'année dernière.

Ce mieux être devrait atténuer le déficit commercial qui devrait baisser à 4 milliards de dollars. Mais le solde courant va rester encore cette année, fortement déficitaire à plus de 7% du PIB. Néanmoins, cette amélioration a permis aux réserves en devises de se stabiliser à 45 milliards de dollars au troisième trimestre. Un événement notable après une baisse ininterrompue depuis 2013, où elles atteignaient 195 milliards de dollars, soit plus de quatre fois le niveau actuel.

Au total, si les déficits jumeaux baissent, ils devraient représenter encore respectivement 7% et 12% du PIB pour les déficits courant et budgétaire, après des niveaux très élevés de 11% et 13% en 2020.



La conséquence la plus immédiate est la détérioration de la parité du dinar qui a perdu 5% par rapport au dollar américain au cours de l'année 2021. Cela a provoqué une hausse de l'inflation importée, compte tenu de la balance commerciale déficitaire du pays.

Ajoutée à la hausse de l'inflation mondiale en raison de la conjoncture *post-Covid* et de la baisse des subventions étatiques sur certains biens, l'inflation s'est établie à 8,6% en octobre et 9,5% en novembre, en raison de la hausse des produits alimentaires, des services et des produits manufacturés. Au total, l'inflation devrait atteindre presque 6% en 2021 et pourrait dépasser ce chiffre en 2022, malgré une baisse anticipée sur les marchés mondiaux.

**✓ Notre opinion** – Cette résurgence de l'inflation n'est pas surprenante et a été identifiée depuis de nombreux trimestres. Elle risque néanmoins de maintenir les tensions sociales à niveau élevé. L'autre défi du pays reste le financement des déficits budgétaires et courants. Alors que le gouvernement devrait poursuivre la hausse de son endettement public par le biais du système bancaire, il pourrait toutefois, en accord avec la Banque centrale, admettre de nouvelles dépréciations monétaires pour protéger ses réserves en devises, au risque de maintenir l'inflation à un niveau élevé par le phénomène de l'inflation importée. Cette difficile équation est au cœur de tout l'équilibre monétaire auquel le pays va de plus en plus faire face au cours des prochains trimestres.

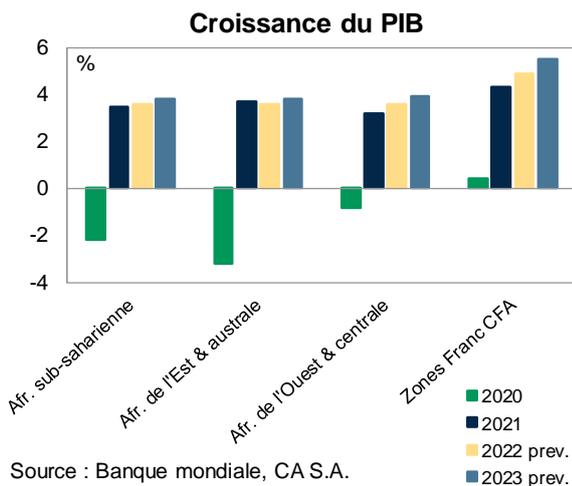
## Afrique sub-saharienne

### Une année 2022 riche en défis pour l'Afrique sub-saharienne

Comme ailleurs dans le monde, le défi le plus immédiat pour l'Afrique sub-saharienne restera l'enjeu sanitaire. Si les chiffres officiels ne donnent qu'une vision partielle de la situation (l'Afrique du Sud seul compte pour 58% des décès officiellement comptabilisés dans la région), la menace pandémique continue de planer de façon importante, alors que seulement 6,2% de la population est vaccinée. Seuls cinq pays ont atteint à la fin de 2021 l'objectif fixé par l'OMS de 40% de vaccinés.

La vague actuelle liée au variant Omicron a provoqué de nouveaux records de contaminations, principalement en Afrique de l'Est et australe. Les nouveaux cas sont désormais sur le recul.

En excluant le Nigeria, l'Afrique du Sud et l'Angola, la croissance du PIB de l'Afrique sub-saharienne est attendue par la Banque mondiale à 4,9% pour cette année, puis à 5,5% en 2023. La région retrouverait donc sur les deux prochaines années son rythme de croissance moyen de la période 2000-2019.



Néanmoins, ces chiffres prennent difficilement en compte l'activité dans le secteur informel, qui a aussi subi de plein fouet les conséquences de la crise. De plus, ils ne doivent pas masquer la persistance des défis sociaux engendrés par la pandémie, notamment sur la pauvreté et l'éducation.

Encore plus qu'ailleurs dans le monde, la continuité de l'éducation a été extrêmement aléatoire. En

Ouganda, les écoles ont seulement rouvert cette semaine, après avoir été fermées pendant près de deux ans. Des décennies de progrès dans l'accès à la scolarisation sont ainsi annulés par l'abandon massifs des écoliers éloignés du secteur éducatif par la pandémie. Les effets à long terme sur le capital humain et le développement de ces pays seront forts.

Le principal défi à venir pour de nombreux pays africains sera celui de la dette. L'endettement public atteint en moyenne 63% du PIB sur le continent. La fin de l'initiative de suspension du service de la dette (ISSD) depuis le début du mois, à laquelle participait trente-trois pays africains, accroît le risque de liquidité externe. Trois pays du continent (Éthiopie, Tchad et Zambie) participent à la procédure du cadre commun qui prend la suite de l'ISSD pour agir sur la question de la solvabilité. La hausse en niveau et le renchérissement du service de la dette, provoqué par la normalisation des politiques monétaires globales, vont peser sur les marges de manœuvres budgétaires des États concernés. Cela constituera pour ces États un défi financier, économique, mais aussi social, alors que les besoins de dépenses publiques sont importants pour soutenir les populations comme l'économie.

Au niveau politique, après une année marquée par une recrudescence de coups d'État militaires de l'est à l'ouest du continent, la tension demeurera sur des régimes fragilisés par la pandémie. La question de la transition vers des pouvoirs civils dans les pays désormais aux mains des militaires demeurera un thème central, comme l'illustrent les sanctions fortes que la Cédéao a imposées cette semaine au Mali.

La question sécuritaire restera également prépondérante, au Sahel comme pour l'Éthiopie et dans le cas des insurrections au Nigeria et en Afrique de l'Est. L'importance géopolitique de l'Afrique devrait aussi se renforcer cette année, alors que la présence militaire russe croissante génère des tensions et que la Chine pourrait elle aussi augmenter son implication stratégique, par exemple via l'établissement d'une seconde base militaire sur le continent.

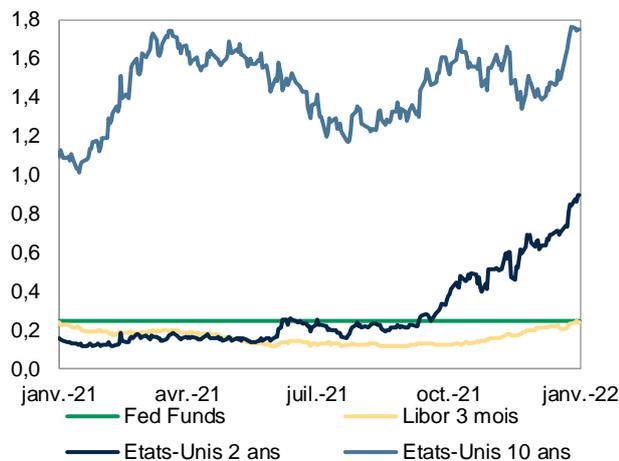
**☑ Notre opinion** – Parmi les défis du continent cette année, la question de la dette concentre l'attention des organisations internationales.

*Les défauts en série – un temps craints – ne se sont pour le moment pas matérialisés. Cependant, la multiplication des interlocuteurs du fait de la hausse de l'endettement obligataire ainsi que le poids de certains « nouveaux » créanciers bilatéraux tels que la Chine modifient de façon profonde l'architecture internationale de traitement des situations de surendettement souverain. L'efficacité de la coordination globale et la réussite des dispositifs comme le cadre commun du G20/FMI seront donc déterminantes.*

## Tendances à suivre

### Taux d'intérêt en dollar américain

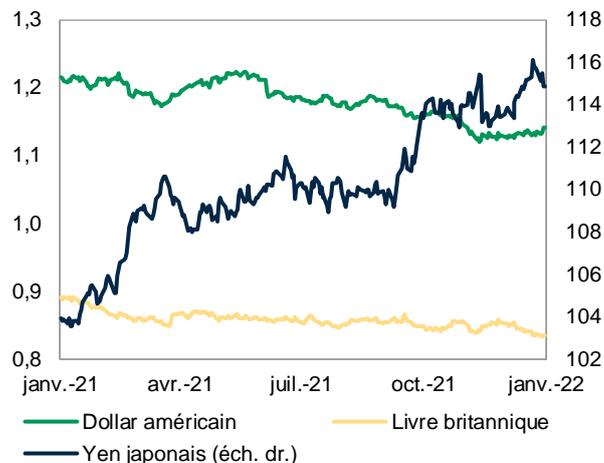
%, interbancaire (Londres) et souverains (États-Unis)



Source : Thomson Reuters

### Taux de change des principales devises

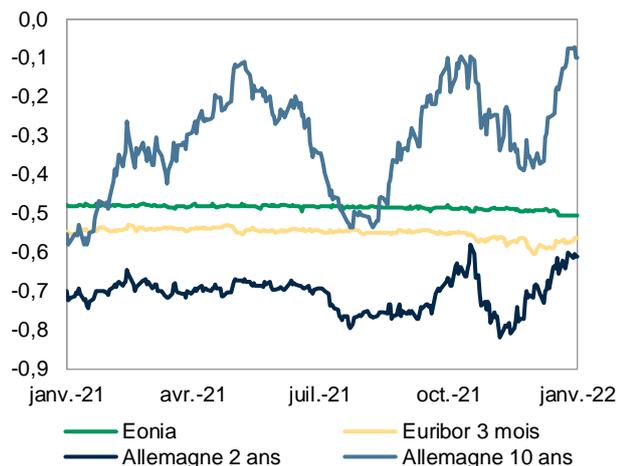
EUR/USD, EUR/GBP et USD/JPY



Source : Thomson Reuters

### Taux d'intérêt en euro

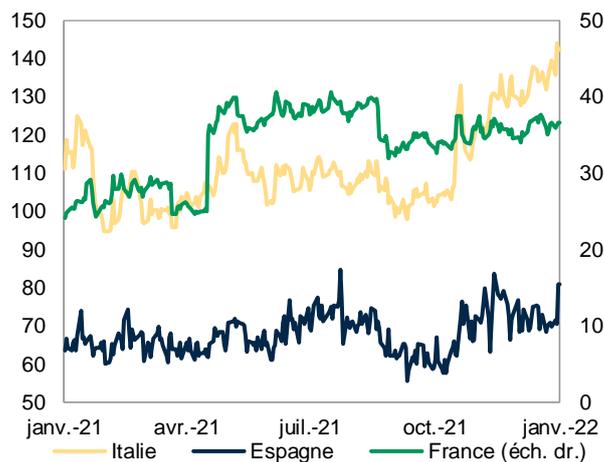
%, interbancaires (Londres) et souverains (Allemagne)



Source : Thomson Reuters

### Spreads souverains européens avec le Bund

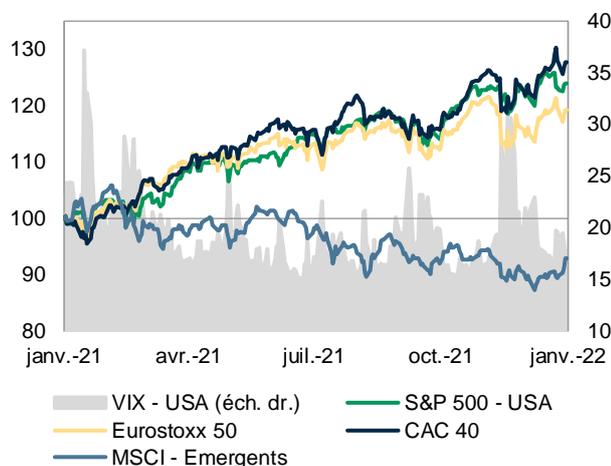
Pdb, dette en EUR à dix ans



Source : Thomson Reuters

### Marché actions

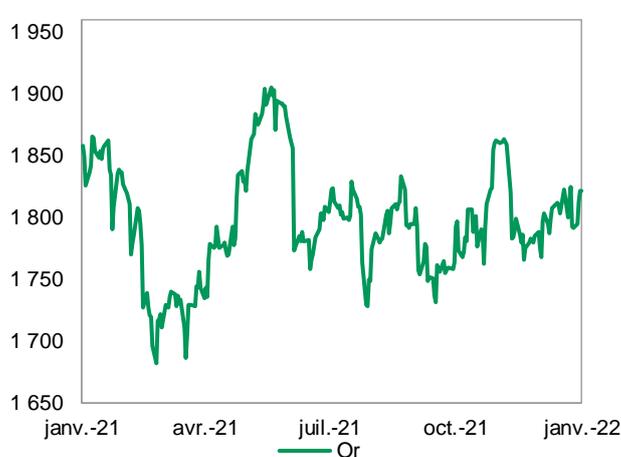
Indice boursiers (100 = début de période) et volatilité VIX



Source : Thomson Reuters

### Cours de l'once d'or

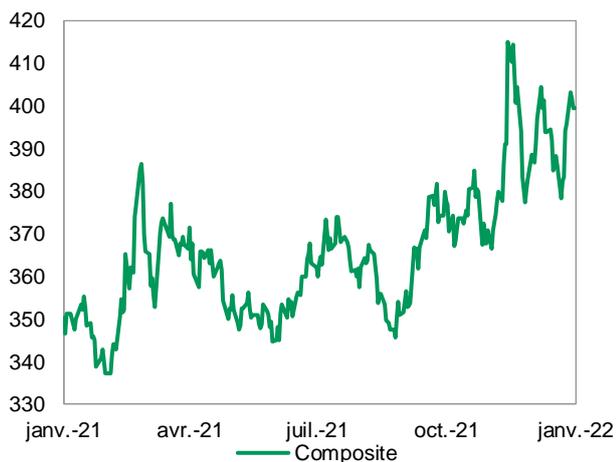
USD/Once troy (Londres)



Source : Thomson Reuters

### Spreads souverains émergents avec le T-Bond

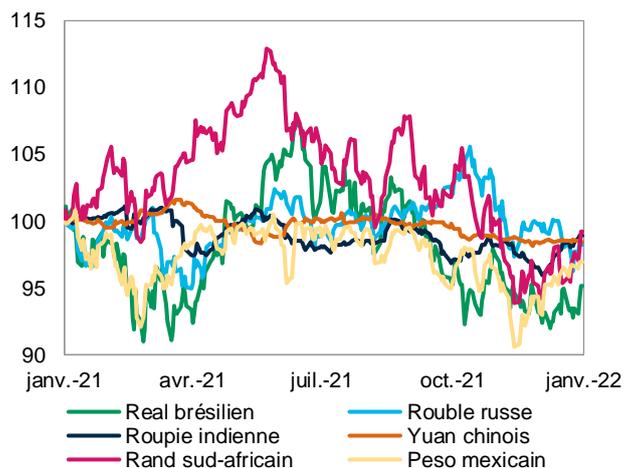
Indices EMBI+ (pdb, dette en USD de plus d'un an)



Source : JP Morgan

### Devises émergentes

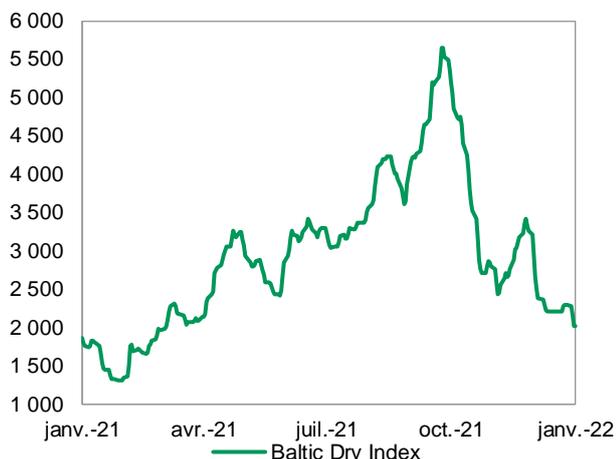
/USD (indice 100 = début de période)



Source : Thomson Reuters

### Coût du transport maritime de vrac sec

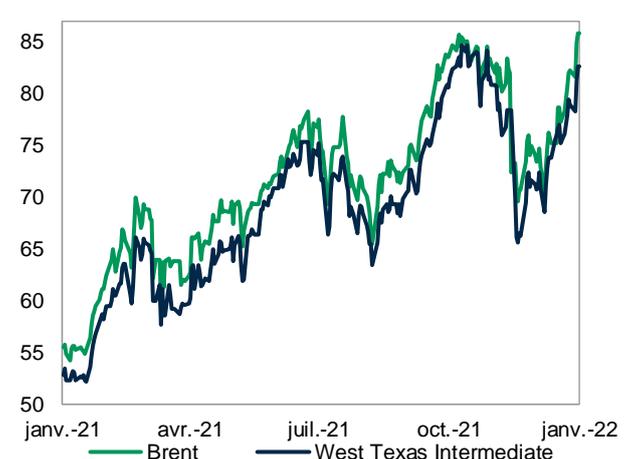
Baltic Dry Index (USD/point)



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

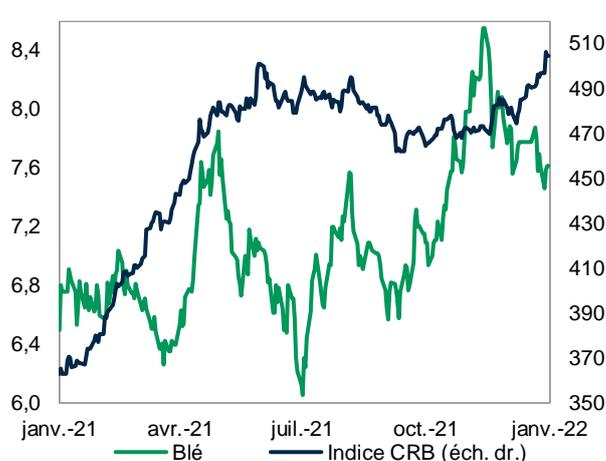
USD/tonne métrique



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
13/01/2022	<a href="#">Réindustrialisation ou comment sortir de la dépendance ?</a>	Monde
13/01/2022	<a href="#">Israël – Un environnement porteur et une économie performante malgré la crise</a>	Afrique et Moyen-Orient
11/01/2022	<a href="#">Pologne – Une nouvelle année qui sera encore marquée par l'inflation</a>	PECO
10/01/2022	<a href="#">Espagne – Scénario 2021-2023 : nouvel an, nouvelles incertitudes</a>	Espagne
10/01/2022	<a href="#">Royaume-Uni – Des révisions significatives du PIB par l'ONS nous conduisent à réajuster nos prévisions</a>	Royaume-Uni
07/01/2022	<a href="#">Monde - L'actualité de la semaine</a>	Monde
07/01/2022	<a href="#">Allemagne – Scénario 2021-2023 : les hivers se succèdent mais ne se ressemblent pas...</a>	Allemagne
07/01/2022	<a href="#">Kazakhstan – Où l'on se souvient du rôle stratégique de l'Asie centrale...</a>	Asie centrale
06/01/2022	<a href="#">France – Scénario 2021-2023 : malgré les incertitudes, la reprise se confirme</a>	France
05/01/2022	<a href="#">Podcast – Marché immobilier de bureaux : impacts à venir du développement du télétravail</a>	Immobilier

### 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](mailto:publication.eco@credit-agricole-sa.fr)

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

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

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

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