

# Perspectives

Hebdomadaire – N°22/026 – 21 janvier 2022

## MONDE – L'actualité de la semaine

☞ Les marchés broient du noir dans l'attente du FOMC de la semaine prochaine .....	2
☞ Et si, finalement, 2022 était une bonne année ? .....	3
☞ France : recul du climat des affaires dans les services en janvier.....	5
☞ Zone euro : Grande démission ? Non merci.....	5
☞ Zone euro : les ventes de véhicules neufs sont toujours à la peine en décembre.....	6
☞ Portugal : élections, le PS recule dans les sondages.....	7
☞ Chine : 2022, où la lutte annoncée de la structure et de la conjoncture .....	8
☞ Libye : plus de production de pétrole mais l'horizon politique est toujours bouché .....	10
☞ Croatie : une nette amélioration macroéconomique grâce au tourisme .....	11
☞ Pologne : l'inquiétude politique persiste .....	11
☞ Ghana : fortes incertitudes sur la soutenabilité de la dette souveraine .....	12

 **Les marchés broient du noir dans l'attente du FOMC de la semaine prochaine**

Un calendrier léger en indicateurs économiques de premier ordre a laissé les marchés « désespérés » : des marchés inquiets face à une inflation qui grimpe et à ses implications potentielles sur la croissance et sur les perspectives de politique monétaire. Les indices actions ont continué de céder du terrain, tirés vers le bas par les valeurs américaines et technologiques (avec une baisse de près de 5% du Nasdaq 100 et de près de 4% pour le S&P 500). L'or, valeur refuge par excellence contre l'inflation, se voit renchéri de 1% sur la semaine. L'aversion au risque a continué de peser sur l'euro qui, à 1,13 contre le dollar, reste proche de son plus bas de novembre dernier.

Les investisseurs craignent que l'inflation élevée ne provoque un freinage plus prononcé qu'anticipé des rythmes de croissance *via*, notamment, un impact sur les marges des entreprises. Celles-ci pourraient être moins à même de répercuter la hausse subie de leurs coûts sur les prix de vente si la consommation des ménages venait à se replier en raison de l'érosion du pouvoir d'achat.

Les banques centrales des pays avancés, et bien évidemment en tout premier lieu la Fed, sont « montées au créneau » dans la lutte contre l'inflation, contribuant à l'inquiétude des investisseurs sur le calibrage du resserrement monétaire. Le rythme anticipé de normalisation/resserrement des politiques monétaires est-il suffisant pour, d'une part, éviter une spirale inflationniste et un désancrage des anticipations d'inflation et, d'autre part, ne pas précipiter la fin de la reprise en induisant un resserrement trop agressif des conditions financières mondiales ?

En amont du FOMC de mercredi prochain, les anticipations des marchés sont passées à la vitesse supérieure : les marchés tablent désormais sur quatre hausses de taux de la Fed cette année, avec même une probabilité proche de 70% pour une hausse de taux de 50 points de base dès la réunion de mars. Nous demeurons sceptiques quant à la volonté de la Fed de débiter son resserrement de manière aussi violente. Même si le mois de mars ne peut effectivement être exclu, nous anticipons trois hausses de taux cette année avec un premier relèvement au mois de mai prochain en raison du ralentissement probable de l'activité en ce début d'année dû à Omicron. Il n'y aura pas de nouveau *dot plot* publié la semaine prochaine ; il faudra être attentif à tout éventuel signal de la part de la Fed en termes de *forward guidance* sur les taux. L'ajout d'une phrase comme par exemple « des hausses de taux pourraient bientôt être nécessaires » serait une indication forte d'un mouvement dès le mois de mars (une expression similaire a été utilisée en septembre pour préparer les marchés à l'annonce du *tapering* à la réunion suivante). Si les anticipations agressives des marchés se révélaient effectivement exagérées, le dollar pourrait

momentanément céder une partie de ses gains. Son statut de valeur refuge, assorti de rendements favorables, lui confère une attractivité particulière lors des épisodes de baisse. En réaction aux anticipations de resserrement plus précoce et prononcé de la Fed par le marché, la courbe des taux américains a continué de s'aplatir avec un taux deux ans en hausse de 5 points de base à 1% pour un taux dix ans quasi stable à près de 1,80% sur la semaine, soit un niveau correspondant à ceux connus au début de 2020.

Les premières enquêtes régionales sur l'industrie manufacturière de janvier n'ont pas aidé à dissiper la perplexité des marchés. Elles ont brossé un tableau mitigé : si l'enquête Empire State de la Fed de New York a plongé de plus de 30 points pour entrer en territoire négatif à -0,7 contre 31,9, l'enquête de la Fed de Philadelphie a augmenté plus que prévu à 23,2 contre 15,4 en décembre. New York étant l'un des premiers États à avoir vu se propager le variant Omicron, il est possible que l'enquête Empire State reflète plus fortement l'impact d'Omicron que celle de la Philly Fed. Si les deux enquêtes suggèrent une nette baisse de l'indice ISM manufacturier national en janvier, celui-ci resterait néanmoins confortablement en territoire d'expansion. L'impact d'Omicron devrait être d'une durée relativement courte ; nous anticipons un rebond des indicateurs économiques en février.

Enfin, en Chine, dans une phase du cycle bien différente de celle des États-Unis, sur fond de crise immobilière aiguë et de ralentissement de la demande intérieure, la banque centrale PBoC a assoupli sa politique monétaire cette semaine et plus « agressivement » que prévu. Nous anticipons une poursuite de l'assouplissement de la PBoC. La croissance du PIB au quatrième trimestre a ralenti à 4% en glissement annuel, contre 4,9% au troisième trimestre, portant la croissance moyenne annuelle à 8,1% en 2021 après 2,2% en 2020.

## Éditorial

### Et si, finalement, 2022 était une bonne année ?

Crise géopolitique majeure à la frontière est de l'Europe, montée de la pression en mer de Chine, cicatrices de la Covid-19 en termes d'inégalités et de pauvreté croissantes, d'inflation galopante, des minorités bruyantes refusant le pacte social du plus grand nombre. Avec l'effet de loupe de notre métier d'économistes, mandatés pour anticiper les risques et en estimer l'impact économique et financier, l'année semble commencer sous les pires auspices. Pourtant, en regardant de plus près ce que la crise a révélé, le paysage est bien moins noir et inspire une certaine confiance dans l'avenir. À condition que la sensation de la possibilité d'un autre mode de régulation ne soit pas qu'un feu de paille.

#### **Des choix portés par les valeurs, et non par la valeur de marché**

Ce que la crise a révélé, c'est une priorisation attendue depuis longtemps des *valeurs* sur la valeur marchande. Depuis des décennies, les rôles et les devoirs des gouvernements ont été de plus en plus formulés sur la base de mesures fondées sur la valeur de marché et de moins en moins sur les valeurs sociétales. Les décisions prises par les pouvoirs publics au plus fort de la crise ont en revanche été inspirées par la notion de valeur intrinsèque non monétaire de la vie, non pas par un arbitrage marginaliste et utilitariste entre les coûts et les bénéfices des mesures, dont certaines ont comporté des coûts économiques extrêmement importants souvent pour les citoyens qui en tiraient le moins de bénéfices. Ces choix publics, notamment dans les économies européennes mais plus globalement dans les démocraties libérales, ont fait l'objet d'une adhésion sans faille (avec néanmoins une gradation selon les pays) des citoyens, une conformité dans les comportements attendus qui n'était possible que par la légitimité perçue de ces choix politiques et des autorités qui les menaient. Cette réaction est très différente de celle qu'on a pu observer dans certains États autocrates et qui correspond davantage au contrat hobbesien où l'acceptation de la limitation de leur liberté par les citoyens se fait en échange de la protection, parfois musclée, de l'État. Si, dans cette version contractualiste, il y a l'idée d'un échange garantissant la perpétuation du corps social, les sociétés occidentales ont vécu plus que l'application de ce contrat : la révélation d'une société mue par d'autres valeurs, celles de la solidarité, de la responsabilité et de l'empathie.

Ces valeurs ont guidé des choix qui finalement se sont révélés efficaces pour limiter la mortalité, mais aussi économiquement, avec notamment la

supériorité évidente des dispositifs de chômage partiel. Ceux-ci ont permis de maintenir le lien avec l'emploi, limitant le retard dans l'ajustement de l'offre de main-d'œuvre, voire sa baisse plus permanente, qui complique la reprise en dehors de l'Europe continentale. Le choix de l'efficacité économique de court terme, qui aurait suggéré le maintien de la productivité par le sacrifice de l'emploi, n'a pas été retenu.

#### **Renouveler le contrat social à la lumière des préférences révélées**

Maintenant que le pire en termes de risque sur la vie des personnes paraît derrière nous, restent les conséquences de ces choix. En traitant ces conséquences, il ne faudra pas oublier les valeurs fondamentales qui ont orienté les réponses initiales à la crise, et il faudra rendre aux catégories de citoyens qui en ont le plus supporté les sacrifices (les jeunes, les plus pauvres, les femmes, les plus précaires) le juste soutien. Cela signifie que les valeurs de solidarité, d'équité, de réciprocité et d'empathie doivent se coupler à la logique marginaliste et utilitariste. Il ne s'agit pas que d'un référentiel des temps difficiles et exceptionnels.

Le contrat social, sur lequel sont fondées nos économies sociales de marché, nos démocraties libérales, est depuis longtemps soumis à des fortes pressions. Des tendances longues telles que le vieillissement des populations, la mondialisation, le changement technologique ont altéré le pacte intergénérationnel de redistribution d'une richesse qui croît moins vite et de préservation des ressources naturelles. La transition digitale et énergétique va ajouter de la pression sur ce contrat. Ces tendances nous obligent à une révision, à un recadrage, à une renégociation qui doit prendre en compte le changement de circonstances. Une sorte de contrôle technique, longuement dû, qui sert à garantir la survie de ce contrat. Les préférences révélées en situation de stress par nos sociétés doivent guider se recalage.

Notre modèle économique et social s'est montré compétitif dans la réponse à la crise, malgré les nombreuses failles qu'elle a révélées, notamment en termes de préparation au choc. Maintenant, la phase de reconstruction, de préparation à la résilience pour les prochaines crises doit être inspirée par ces valeurs qui ont garanti la cohésion de nos sociétés au pic de la crise. C'est ce que les citoyens demandent en échange de la

garantie de la conformité de leur comportement. C'est ce qui permettra de rouvrir l'inclusion des minorités, de plus en plus nombreuses, qui se sont positionnées à la marge du pacte social du plus grand nombre. C'est une question de légitimité du pouvoir. C'est aussi une question d'attractivité de notre modèle face à des modèles

alternatifs, autocratiques. Une société capable de création de valeur économique qui va de pair avec les valeurs non marchandes intrinsèques des individus qui en font partie.

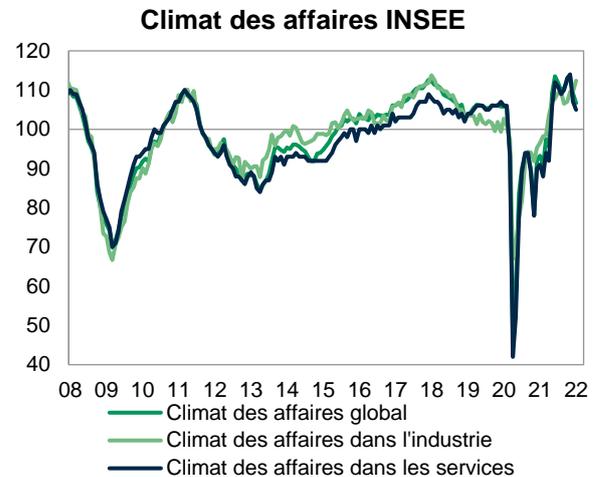
## Zone euro

### France : recul du climat des affaires dans les services en janvier

Le climat des affaires recule en janvier à 107 après 109 au mois de décembre. Ce sont les secteurs de services qui tirent le climat des affaires vers le bas avec une baisse de deux points pour atteindre 105. Le climat des affaires dans les services reste tout de même au-dessus de sa moyenne mais la baisse est plus marquée dans certains secteurs. Après un recul de 17 points en décembre, le climat des affaires dans l'hébergement-restauration perd à nouveau 10 points et atteint 89. Les nouvelles restrictions sanitaires en vigueur depuis le mois de décembre et le risque de montée de l'absentéisme lié à la vague Omicron créent de l'incertitude et entraînent une baisse de la confiance des entreprises.

Dans l'industrie manufacturière, le climat des affaires progresse de deux points à 112, un niveau particulièrement élevé. Le climat des affaires progresse notamment dans la fabrication de matériels de transports, en particulier hors-automobile. Le solde d'opinion sur les carnets de commandes s'améliore nettement tandis que

l'évolution prévue des prix de vente est en recul bien qu'à un niveau toujours élevé.



**☑ Notre opinion** – *Après une première baisse au mois de décembre, le climat des affaires dans les services connaît un nouveau recul en janvier. Une nouvelle fois, les secteurs les plus directement concernés par les restrictions sanitaires connaissent une baisse plus marquée, probablement renforcée par l'incertitude autour de l'évolution de la situation sanitaire. L'annonce récente de la levée progressive des restrictions (fin du masque en extérieur et des jauges dans les lieux publics le 2 février, réouverture des boîtes de nuit, reprise des concerts debout, autorisation de la consommation debout dans les bars et restaurants le 16 février) devrait permettre un rebond rapide du climat des affaires et de l'activité dans ces secteurs. Les perturbations de l'économie liées au variant Omicron auront donc été limitées malgré des nombres records de cas depuis plusieurs semaines. Ceci confirme notre scénario d'une croissance toujours dynamique autour de 4% en 2022 mais également d'une reprise plus pérenne de l'activité. En effet, hors émergence d'un nouveau variant très létal et résistant au vaccin, la mise en place de restrictions sanitaires très contraignantes semble désormais peu probable.*

*Dans l'industrie, l'amélioration du climat des affaires et, en particulier, la baisse du solde d'opinion sur les prix de vente depuis deux mois pourraient également suggérer un début d'amélioration des tensions sur les chaînes de valeur mondiales même s'il est un peu tôt pour tirer des conclusions définitives sur le sujet.*

### Zone euro : Grande démission ? Non merci

Au T3 2021, les capacités excédentaires sur le marché du travail ne sont plus que de 0,2 point (de population active étendue, soit 307 000 personnes) supérieur à la période pré-crise après un pic atteint au T2 2020 qui les avait fait augmenter de 2,4 points par rapport à la fin 2019 (soit presque 3,9 millions de personnes). Le taux de chômage (en % de la population active étendue) n'est plus que de 0,1 point supérieur à son niveau du T4 2019, après avoir connu une grande stabilité durant la crise et même une baisse au pic de la pandémie.

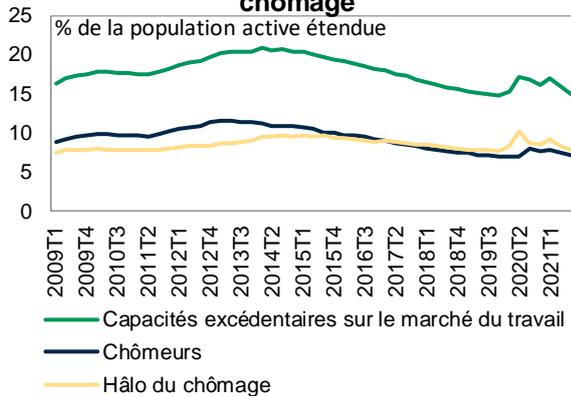
C'est donc surtout la remontée du halo de chômage (constitué des travailleurs en temps partiel involontaire, de ceux en recherche d'emploi mais temporairement indisponibles et de ceux disponibles

mais ne cherchant plus activement) qui a guidé la remontée des capacités excédentaires. Il s'est accru de 2,5 points au pire moment de la pandémie (soit 4,1 millions de personnes), mais il n'est plus que de 0,1 point supérieur au niveau pré-crise (soit 144 000 personnes).

C'est surtout le nombre des personnes disponibles mais ne cherchant plus activement un emploi qui s'est beaucoup accru pendant la crise (+2,4 points de population active étendue) ; mais même pour cette catégorie, l'écart par rapport à la fin 2019 n'est plus très élevé (0,3 point), mais compte encore 575 000 personnes. Pour les autres catégories, la remontée a été plus limitée et le niveau pré-crise

plus rapidement retrouvé, voire dépassé en termes d'activité.

### Capacités excédentaires et halo du chômage



Sources : Eurostat, Crédit Agricole S.A.

Ainsi, la population active de la zone euro a retrouvé au T3 2021 son niveau moyen de 2019 et se différencie des autres grandes économies telles que les États-Unis et le Royaume-Uni, qui font l'expérience d'une pénurie d'offre de travail dans cette phase de reprise.

Cette situation est donc très différente de celle connue lors de la grande crise économique et financière. À l'époque, la croissance des capacités excédentaires a été stable sur plusieurs années pour connaître un pic fin 2014 avec 7,8 millions de personnes évincées de l'emploi (dont 3,8 millions au chômage et 4 millions dans le halo du chômage). Si le niveau du chômage d'avant la crise financière a été retrouvé en 2017, à l'aube de la pandémie, le halo du chômage n'était pas encore résorbé avec 513 000 personnes temporairement indisponibles et 680 000 disponibles mais ne cherchant plus activement de plus qu'en 2009.

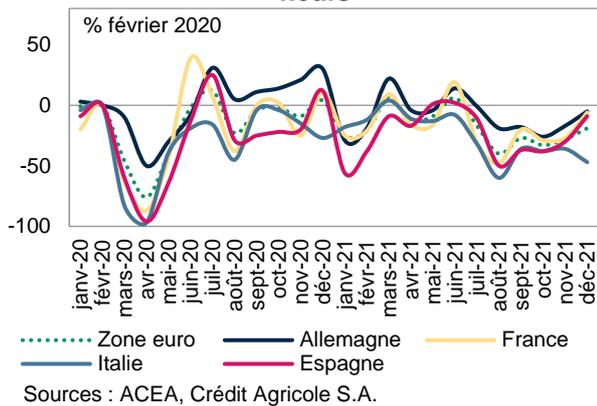
**☑ Notre opinion** – Les dispositifs de chômage partiel semblent faire la démonstration de leur supériorité, ayant permis de garder le lien avec l'emploi et de limiter le retard dans l'ajustement de l'offre de main-d'œuvre, voire sa baisse plus permanente, qui complique la reprise en dehors de l'Europe continentale. En effet, en dehors de la zone euro, le choc inflationniste exogène – qui trouve son origine dans la hausse des prix des matières premières et de plusieurs autres consommations intermédiaires industrielles – se couple à des chocs d'offre domestiques autonomes, liés à la performance du marché de l'emploi. Malgré un impact limité de la crise sur le chômage, l'impact sur l'activité est diversifié parmi les économies avancées et signale des cicatrices permanentes dans certaines d'entre elles avec un impact potentiel sur le régime inflationniste expliquant la réponse différenciée des autorités monétaires. Alors que dans la zone euro, la population active a presque retrouvé ses niveaux d'avant la crise et que les capacités excédentaires cumulées du marché du travail en 2020 ont été presque entièrement absorbées, les États-Unis et le Royaume-Uni ont connu une reprise plus partielle de la population active. L'interrogation sur la nature permanente de cette reprise manquée anime les débats sur la politique monétaire. Que ce soit sous l'effet de la « Grande démission » (aux États-Unis) ou d'un choc combiné Covid-19 et Brexit sur la main-d'œuvre étrangère (au Royaume-Uni), la contraction permanente de la main-d'œuvre est associée à un taux de chômage d'équilibre plus élevé, qui caractérise un régime inflationniste plus permanent. Cela explique la nature différente de la réponse monétaire entre la Réserve fédérale et la Banque d'Angleterre, plus agressives, et la BCE, plus attentiste. Alors que dans les deux premières juridictions, le risque principal porte sur les anticipations qui pourraient alimenter une spirale prix-salaires, dans la dernière, la principale préoccupation est l'érosion du pouvoir d'achat. Cette catégorisation différente des risques conduit à des réponses différentes en matière de politiques budgétaires et appelle une attention particulière au risque associé à la baisse du pouvoir d'achat dans les pays où de plus fortes inégalités peuvent appeler des politiques de redistribution plus fortes ou conduire à une résurgence du risque politique. La nature temporaire ou permanente de la perte de main-d'œuvre est une question fondamentale qui détermine les projections d'inflation, l'orientation de la politique économique et les mouvements de taux de change affectant d'autres juridictions que les économies avancées.

### Zone euro : les ventes de véhicules neufs sont toujours à la peine en décembre

Les immatriculations de véhicules neufs en zone euro ont chuté de 22,4% sur un an au mois de décembre pour atteindre 663 000 unités. Il s'agit du sixième mois consécutif de repli des ventes. Tous les pays ont enregistré une baisse à deux chiffres avec notamment des diminutions plus marquées en Allemagne (-26,9%) et en Italie (-27,5%) et un peu plus modérées ailleurs, comme en Espagne (-18,7%) ou en France (-15,1%). Si on considère l'ensemble de l'année 2021, 8,093 millions de véhicules neufs ont été vendus dans la zone, ce qui représente une baisse de 3% comparativement aux ventes de 2020. Parmi les quatre grands pays de la

zone, seule l'Allemagne affiche une baisse des ventes en 2021 (-10,1%) tandis que la France, l'Italie et l'Espagne connaissent tous une hausse des ventes. Comparativement au niveau des ventes de février 2020, c'est-à-dire le dernier mois d'activité normale avant la crise, les ventes de la zone euro sont toujours en recul de 19%, celles de la France, de l'Allemagne et de l'Espagne, sont globalement inférieures de 6% à leur niveau d'avant-crise. Le cas de l'Italie reste cependant plus délicat, avec des ventes de véhicules neufs inférieures de 47% à leur niveau d'avant-crise.

**UEM : immatriculations de véhicules neufs**



**☑ Notre opinion** – *Le marché automobile européen peine à se redresser depuis la crise sanitaire. La pénurie de semi-conducteurs en provenance d’Asie pénalise fortement la production européenne et menace de perdurer sur l’ensemble du premier semestre si les conditions sanitaires ne se desserrent pas d’ici-là. La demande s’était redressée durant le printemps, notamment en Allemagne où celle-ci avait dépassé son niveau d’avant-crise ; mais depuis l’été, les commandes se sont tassées avec un contexte sanitaire plus incertain, créant une demande plus erratique. Le secteur était déjà en situation délicate avant la crise, entamant une « transition verte » délicate, mais la crise sanitaire a accentué ses difficultés en soulignant la dépendance des constructeurs aux composants importés.*

**👉 Portugal : élections, le PS recule dans les sondages**

Les électeurs portugais atteints de la Covid-19 et ceux qui sont isolés seront autorisés à quitter leur domicile pour voter, lorsque le pays organisera des élections anticipées le 30 janvier. L'annonce est intervenue le jour où le Portugal, qui compte près de 90% de ses 10 millions d'habitants vaccinés avec au moins deux doses, a signalé 52 549 nouvelles infections à la Covid-19, le chiffre quotidien le plus élevé depuis le début de la pandémie, alimenté par le variant Omicron qui se propage plus rapidement que le variant Delta. Mercredi, les hôpitaux comptaient 1 959 patients atteints de la Covid-19,

contre un record de 6 869 au 1<sup>er</sup> février 2021. La mortalité reste bien en deçà des niveaux observés lors des pics précédents, le nombre total de décès s'élevant à 19 447.

L'élection a été déclenchée après que le Parlement a rejeté le projet de loi de finances du gouvernement socialiste minoritaire pour 2022. Le parti du Premier ministre Antonio Costa dispose d'une avance confortable dans les sondages d'opinion, mais il est probable qu'il ne bénéficiera pas d'une majorité parlementaire absolue.

**☑ Notre opinion** – *Les socialistes au pouvoir avec le gouvernement de centre-gauche du Portugal ont perdu du terrain dans un sondage d'opinion publié vendredi, qui lui a laissé l'avance la plus étroite dans toutes les enquêtes récentes, à seulement 10 jours avant des élections générales anticipées. Le parti du Premier ministre Antonio Costa est tombé à 37% de soutien, selon l'enquête des sondeurs de Catolica, contre 39% dans le même sondage il y a une semaine, tandis que leurs principaux rivaux, les sociaux-démocrates, sont passés à 33% contre 30%. Cela éloigne davantage le Parti socialiste d'une majorité parlementaire, qui, dans le cadre du système de représentation proportionnelle, équivaut à entre 42% et 45% des voix.*

*En octobre, les deux anciens alliés de A. Costa – les communistes et le Bloc de gauche – se sont rangés du côté des partis de droite pour rejeter le projet de loi budgétaire du gouvernement minoritaire, déclenchant les élections anticipées prévues pour le 30 janvier. L'élection à elle seule ne résoudra peut-être pas l'impasse politique du Portugal, car aucun parti ou alliance n'est susceptible de remporter une majorité. Le Bloc de gauche a perdu un point de pourcentage, et se situe à 5% dans le sondage, le même niveau de soutien que pour les communistes. A. Costa a déclaré qu'une nouvelle alliance avec les deux anciens partenaires n'était plus possible et a signalé qu'il pourrait rechercher le soutien de petits partis tels que People-Animals-Nature (PAN). Le sondage de Catolica ne leur a donné qu'un soutien de 2%, contre 3%. Le parti d'extrême droite Chega deviendrait la troisième force au parlement, avec 6% des voix. Bien que les marchés ne se montrent pas particulièrement inquiets jusqu'au présent (le spread du souverain portugais est passé de 50 pb à 60 pb depuis le déclenchement de la crise politique), l'absence d'un gouvernement compromet les décaissements des fonds NGEU et représente un risque important à court terme.*

## Pays émergents

### Asie

#### 👉 Chine : 2022, où la lutte annoncée de la structure et de la conjoncture

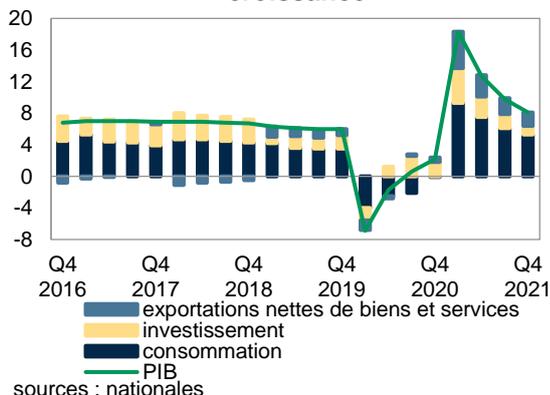
Les Jeux olympiques d'hiver, qui s'ouvriront le 4 février, auront finalement lieu sans public chinois. Un constat d'échec pour les autorités du pays qui avaient promis que, contrairement au Japon cet été, sa population pourrait profiter de ce grand événement sportif. Impossible cependant de concilier cette promesse avec la stratégie « Zéro Covid » que poursuit toujours la Chine.

À chaque fois, la même mécanique : au moindre cas détecté, les villes de moins de deux millions d'habitants disposent de deux jours pour tester toute leur population (c'est trois jours pour les autres) et ont un pouvoir discrétionnaire absolu pour confiner ville, quartier, immeuble ou centres commerciaux pour quarante-huit heures ou plusieurs semaines. Pékin, devenue citadelle, est presque coupée du reste du pays à mesure que les Jeux olympiques approchent. Le pays est lui-même coupé du reste du monde, puisqu'à peine 2% des vols internationaux de passagers sont maintenus. Et la situation semble insoluble : les Chinois ont été invités à prendre une troisième dose de vaccin, dont l'efficacité face à Omicron est toute relative...

#### 2021 : la dernière grande année de croissance ?

8,1% : c'est finalement le niveau de la croissance chinoise pour 2021. Bien au-dessus de la très prudente cible officielle de 6%, mais aussi des chiffres des années précédentes. Cela faisait dix ans que la progression annuelle du PIB n'avait pas été aussi rapide.

Chine : contributions à la croissance

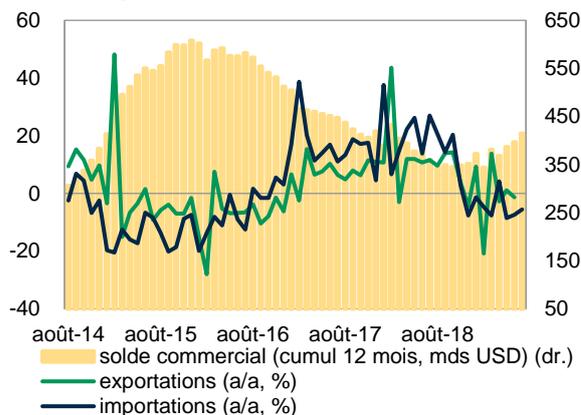


Alors pourquoi s'inquiéter d'un supposé ralentissement chinois ? Déjà, parce que le profil de croissance, en termes de dynamique trimestrielle et de contributions, est atypique. De 18,3% au premier trimestre en glissement annuel, la croissance est passée à 4% au quatrième trimestre. Une décélération logique, il fallait bien que la chute du premier

trimestre 2020 (-6,8% en g.a.) soit compensée, mais qui tranche franchement avec la ligne presque horizontale à laquelle la Chine nous avait habitués. Et une question maintenant : que va-t-il se passer au prochain trimestre ? Pour l'instant, aucune cible officielle n'a été dévoilée, mais le consensus anticipe une croissance 2022 autour de 5% (notre prévision est de 4,9%), au-dessus du rythme des deux derniers trimestres donc.

Et surtout, comment créer cette croissance ? En 2021, le commerce extérieur a retrouvé une place prépondérante dans le modèle chinois. Les exportations ont bondi de 30%, et l'excédent commercial atteint un niveau historique, en dépassant les 675 Mds de dollars. Une embellie probablement conjoncturelle, provoquée par une hausse très forte de la demande, notamment américaine et européenne. Les trois quarts de l'excédent chinois sont d'ailleurs liés au commerce avec ces deux zones.

Chine : balance commerciale



Source : Administration générale des douanes

Or, le consensus prévoit un ralentissement du commerce extérieur, en raison de la normalisation des pratiques de consommation (moins de demande pour des biens directement (matériel médical, médicaments) ou indirectement (produits liés au confinement et au télétravail) liés à la pandémie. La contribution du commerce extérieur à la croissance devrait ainsi retrouver son niveau pré-crise, autour de 0,5 pp de PIB par trimestre.

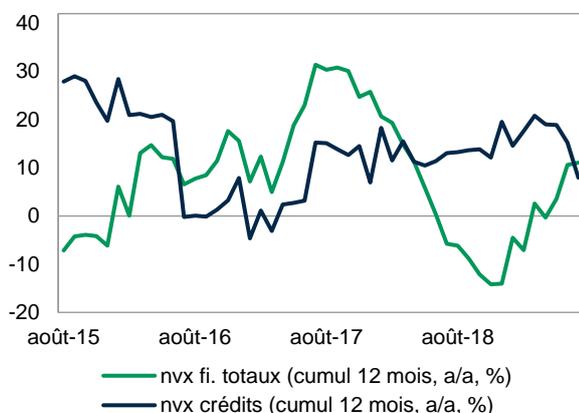
Si la Chine continue d'attirer les IDE du reste du monde, son isolement ainsi que le resserrement réglementaire opéré depuis un an commencent à inquiéter les investisseurs. En réalité, tout semble mis en place pour limiter les échanges entre la Chine et le reste du monde : politique de sanctions appliquée pour les compagnies transportant des passagers testés positifs à leur arrivée – réduisant

encore les échanges –, et limitation drastique des introductions en Bourse d'entreprises chinoises à l'étranger (en particulier aux États-Unis).

**Quels relais pour 2022 ?**

Pour soutenir sa croissance, la Chine devrait donc s'en remettre à son marché domestique, alors que ce dernier affronte deux défis majeurs. Le premier, c'est bien sûr la crise de l'immobilier, provoquée notamment par la faillite de grands promoteurs surendettés, parmi lesquels Evergrande. Or, le secteur immobilier pris dans son ensemble (construction, gestion immobilière, ameublement, etc.) représente près de 30% du PIB et surtout a été régulièrement utilisé par les autorités pour soutenir la croissance lors des périodes de ralentissement du cycle (en 2008 et 2015 notamment).

**social financing**



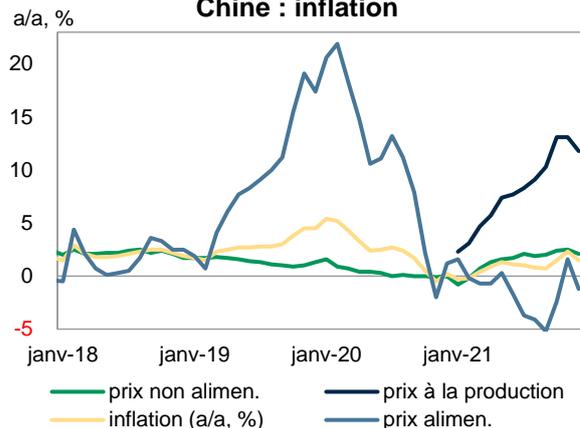
Source : PBoC

Pour l'instant, Pékin opère un soutien prudent au secteur, tout en lâchant un peu du lest sur le volet monétaire afin d'assurer la liquidité des marchés et d'éviter les phénomènes de panique monétaire. Après une première baisse du taux de réserve obligatoire en décembre, la Banque centrale a surpris le marché en procédant à une réduction de 10pb de ses taux à court et moyen termes (respectivement 7D *reverse repo* et 1Y MFL, à 2,1% et 2,85%) et en intensifiant ses injections de liquidités. De quoi peut-être soutenir le rythme des créations de nouveaux crédits qui, après avoir explosé en 2020, avait fortement ralenti, passant sous la barre inhabituelle des 5% de croissance par mois. Ce desserrement monétaire, qui va à contre-sens de ce que l'on peut observer dans la plupart des autres pays, où l'heure est plutôt à la hausse des taux, n'est cependant pas

de nature à éloigner Pékin de son objectif structurel de désendettement de l'économie.

Et si la Banque centrale peut se permettre ce soutien à l'activité, c'est aussi parce que la Chine n'est pas confrontée au problème inflationniste auquel le reste du monde fait face. Bien sûr, le pays subit comme les autres de fortes pressions sur les prix à la production, liées aux contraintes d'approvisionnement et à la hausse du prix de certaines matières premières. Pour autant, ces pressions ne se transmettent pas aux prix à la consommation qui restent très contenus (1,5% en décembre en g.a.).

**Chine : inflation**



Source : NBS

Et c'est là le deuxième défi chinois : raviver la flamme de la consommation domestique, éteinte par deux années de Covid. Ralentissement du tourisme, de la consommation de loisirs, et surtout de biens. Les ventes au détail n'ont progressé que de 1,7% en g.a. en décembre. Il faudra attendre février et les célébrations du Nouvel An chinois pour voir si les comportements se normalisent. Rien de moins sûr si de nouveaux foyers d'Omicron continuent d'apparaître, réduisant avec eux les possibilités de déplacements, normalement très nombreux en cette période de fête.

Dans ce contexte un peu morose, une autre nouvelle est venue assombrir les perspectives structurelles : le taux de natalité a atteint un niveau historiquement bas, 7,5 naissances pour 1 000 personnes en 2021 ? soit un taux d'accroissement naturel de 0,34. Il faudrait 2,1 pour assurer le renouvellement d'une génération. Le vieillissement de la population est un phénomène bien connu des autorités. Mais son accélération si rapide pose de nouveaux défis auxquels elles ne sont certainement pas préparées.

**☑ Notre opinion** – À l'issue d'un séminaire en décembre 2021, le président Xi Jinping a lui-même annoncé qu'il fallait anticiper « une contraction de la demande, des chocs de l'offre et de plus faibles attentes ». Les deux sessions de mars, au cours desquelles la cible de croissance est traditionnellement dévoilée, ainsi que le Congrès du Parti, qui doit avoir lieu au second semestre, permettront de prendre le pouls de l'économie chinoise et des attentes de ses dirigeants, après une année 2021 pleine de contrastes.

Le défi est immense : réconcilier une conjoncture toujours marquée par les stigmates de la Covid-19 avec les ambitions structurelles d'un pays qui veut encore « augmenter la taille du gâteau » avant de « mieux le répartir », c'est-à-dire assurer l'essor d'une véritable classe moyenne consommatrice comme réponse au problème des inégalités grandissantes.

## Moyen-Orient et Afrique du Nord

### Libye : plus de production de pétrole mais l'horizon politique est toujours bouché

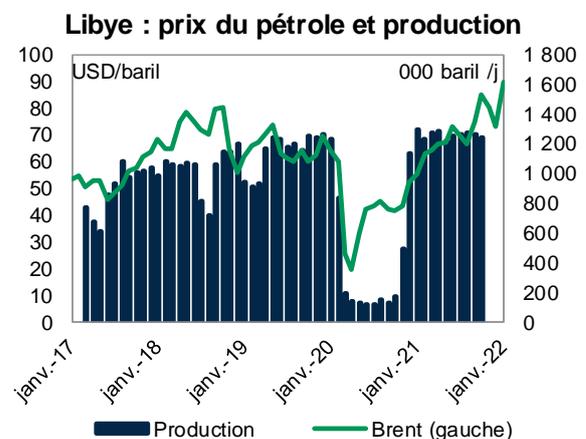
La Libye a vu sa production de pétrole fortement progresser depuis la fin du conflit armé entre les troupes du général Haftar et le gouvernement de Tripoli (fin 2020), retrouvant leur niveau moyen de 1,2 millions de barils/jour d'avant le conflit. Par ailleurs, le pays bénéficie actuellement de la hausse des prix du brut qui s'est établi à 77 USD par baril en moyenne au cours des six derniers mois. Le pétrole libyen étant de bonne qualité avec très peu de soufre, les prix de vente sont supérieurs à ce chiffre moyen. Le pays va aussi « bénéficier » de la dévaluation du dinar qui va permettre à la balance des paiements de s'ajuster naturellement. Un excédent courant de 5% du PIB devrait se matérialiser en 2021, selon le FMI. L'inflation importée par le choc de change va atteindre 22% en 2021 mais devrait retomber à 8% cette année 2022 et baisser progressivement dans le futur.

L'autre donnée centrale dans l'analyse de la solidité financière de la Libye est le montant des réserves en devises. Ces dernières atteignaient 73 Mds USD en novembre 2020 et ne sont plus publiées depuis lors. C'est la chute de ces réserves qui avaient obligé la Banque centrale à dévaluer de 69% le dinar début 2021, de 1,4 à 4,45 par dollar. Le FMI ne publie plus non plus d'estimation de son côté. La chute de la parité de change a toutefois eu un effet immédiat sur le calcul du PIB : celui-ci est estimé à 29 Mds USD à fin 2021 par le FMI.

Par ailleurs, la situation politique reste dans une forme d'impasse en raison de la présence toujours forte de troupes étrangères qui empêche la tenue

d'élections présidentielles et législatives sereines. La date des élections a été repoussée de plus de six mois à l'été 2022, mais sa tenue reste encore incertaine pour cette raison. Le rapprochement entre la Tripolitaine et la Cyrénaïque est donc retardé dans l'attente de ces élections. Ce qui pose des questions lourdes sur la vérité statistique après consolidation, notamment en ce qui concerne le montant total de la dette publique.

Sur le plan judiciaire, un nouveau procureur général a été récemment nommé et s'attaque à la corruption institutionnelle profondément enkystée dans l'administration, y compris au plus haut niveau. Cette corruption s'est développée au cours des années de guerre civile et au moment de l'effondrement partiel des institutions.



**Notre opinion** – *Le processus de réconciliation nationale entre l'est et l'ouest du pays donne des signes d'essoufflement en raison notamment de la validation des candidats à la présidentielle dont le choix suscite des controverses. Par ailleurs, les nombreuses milices armées étrangères qui gangrènent le pays sont toujours présentes sur le territoire et leur départ, considéré comme un préalable indispensable à la tenue d'élections dans un climat apaisé, n'est pas constaté actuellement.*

## Europe centrale et orientale, Asie centrale

### Croatie : une nette amélioration macroéconomique grâce au tourisme

La reprise des activités touristiques a été un des principaux déclencheurs de la reprise économique croate en 2021. Après un recul de 8,1% du PIB en 2020, l'année des nombreuses fermetures des frontières, la dynamique économique du PIB reprend plus vigoureusement (+8,7% en 2021), bien que l'effet de base reste considérable.

Parmi les principaux moteurs de croissance, on retrouve la consommation des ménages qui a progressé de 16%, les investissements avec une hausse de 17,6% et les exportations de services (tourisme) qui ont marqué un véritable retour avec une progression de 71,6% après une année 2020 qui fut catastrophique. Ces performances ont contribué à renouer avec les excédents courants (0,9% du PIB en 2021). Cette reprise d'activité s'accompagne d'une certaine pression à la hausse

de l'inflation mais son niveau autour de 2,5% demeure raisonnable.

Un des autres atouts majeurs des prochaines années restera la possibilité pour la Croatie de profiter des fonds de relance européens. L'enveloppe croate représente quasiment 11% de son PIB (6 milliards d'euros), ce qui devrait largement encourager les investissements publics et privés.

Les finances publiques, comme partout ailleurs, se sont dégradées lors de l'année 2020. La dette publique est passée de 73% du PIB en 2019 à 88,7% en 2020, mais elle a de nouveau baissé en 2021 à 84,5% du PIB et cette tendance devrait se poursuivre. Le pays devrait revenir à son niveau d'endettement d'avant-crise d'ici 2025.

**✓ Notre opinion** – À moyen terme, la coalition en place devrait rester stable. Le pays aspire à rejoindre la zone euro bien que la préparation nécessite une série de réformes qui risquent d'être assez difficiles à mettre en place par le gouvernement puisqu'elles ne sont pas forcément populaires. Cette perspective est relativement peu probable mais la démarche pourrait apporter une amélioration institutionnelle et une meilleure lutte contre la corruption.

### Pologne : l'inquiétude politique persiste

Sur un fond d'environnement macroéconomique plutôt bien maîtrisé, avec une croissance du PIB soutenue (5,1%) et des efforts de maîtrise de l'endettement public, deux principales inquiétudes ressortent de l'analyse du pays.

La première, et la plus délicate, concerne son environnement politique et ses nombreux désaccords avec les institutions communes européennes. L'autre question est relative à la pression de la hausse des prix et donc une inflation montante.

Tout d'abord, les conséquences des querelles politiques avec l'UE peuvent s'avérer assez lourdes financièrement pour le pays. En effet, le recul de l'État de droit dans le pays – notamment de l'indépendance du système judiciaire et les restrictions des libertés des médias – ont conduit l'UE à mettre en place des conditionnalités dans le versement des fonds de relance européens. Et même avant cela, le plan de relance présenté par la Pologne n'est pas encore validé, en attente de dissolution de l'organe de surveillance des juges de la cour suprême.

En somme, la Pologne ne fait pas de concessions sur les réformes non conformes aux traités européens et l'UE ne débloque pas son enveloppe de 23 milliards d'euros. Les tensions restent fortes

et le manque à gagner est très net pour la Pologne ; d'autant plus que ces fonds sont destinés en partie à commencer à investir sur la transition énergétique et la digitalisation, des éléments clés pour dynamiser le pays et le modèle de croissance de l'économie qui arrive à bout de course.

Si la Pologne se trouve privée de ces financements et en quelque sorte exclue de ce projet européen, ce n'est pas que l'économie du pays qui va en pâtir mais également la stabilité politique du gouvernement en place ou l'avenir de la Pologne dans l'UE. La question est tout aussi délicate pour l'UE en cas de sortie de la Pologne de l'UE. Nous n'en sommes pas encore à ce stade, toutefois peu de voies de sortie s'offrent pour le moment tellement le gouvernement campe sur sa position.

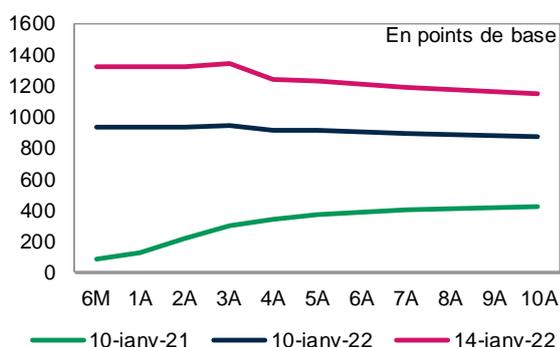
La question relative à la montée de l'inflation (5,1% en 2021) est, quant à elle, sensible pour l'ancrage des anticipations des investisseurs, qui ont déjà une certaine incertitude au sujet des questions réglementaires et institutionnelles. Les prévisions d'inflation pour 2022 sont autour de 7,5%, avec un pic au début de l'année et une diminution progressive ensuite. La Banque centrale mène une politique monétaire de resserrement qui peut ralentir toutefois la dynamique de croissance.

## Afrique sub-saharienne

### Ghana : fortes incertitudes sur la soutenabilité de la dette souveraine

Le Ghana fait face depuis l'automne à un regain d'inquiétude sur la soutenabilité de sa dette. Ces doutes se matérialisent notamment par les *spreads* sur les eurobonds du pays, qui ont atteint à la fin de l'année dernière plus de 1 000 points de base. Cette mesure de la prime de risque a encore progressé en ce début d'année, certaines maturités atteignant des *spreads* de 1 450 pnb. De façon analogue, les *credit default swaps* (CDS) sur les titres souverains ghanéens ont atteint des sommets.

Evolution des prix des CDS sur les bons souverains du Ghana



Source : Bloomberg, Crédit Agricole S.A.

Ce bond à des taux au-delà des 10% et l'aplatissement de la courbe des taux correspondent en fait à une perte d'accès aux marchés internationaux de capitaux, auxquels le Ghana avait largement fait appel ces dernières années pour se financer. Ils traduisent avant tout le scepticisme des investisseurs face à la trajectoire des finances publiques du Ghana.

Malgré une croissance soutenue (6% de moyenne sur ces dix dernières années), le pays souffre d'un service de la dette structurellement élevé, et en hausse en proportion du PIB. En 2020, à 6% du PIB, il était ainsi deux fois plus élevé que la médiane des pays d'Afrique sub-saharienne.

Pour la dette publique externe (environ 47% du stock de dette publique), cela provient notamment d'une part de dette à taux concessionnel relativement plus faible que pour la plupart des autres pays du continent. Sur le segment domestique, ce sont les taux d'intérêt élevés qui en renchérissent le coût. Le taux directeur de la Banque du Ghana est actuellement à 14,5%. Avec le maintien de taux directeurs élevés au-delà de l'inflation elle-même forte, les taux d'intérêt réels domestiques ont été en moyenne de près de 9% de 2015 à 2020.

Par conséquent, si la dette interne représente la moitié du stock de dette, elle compte pour plus des trois quarts du service de la dette. La fermeture *de facto* des marchés internationaux va donc accentuer cette pression sur les finances publiques

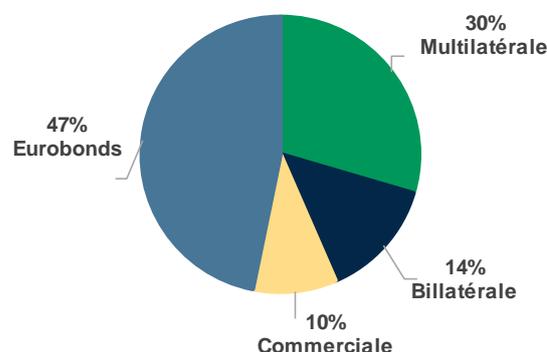
ghanéennes. Le gouvernement, qui a annoncé ne pas vouloir solliciter l'aide du FMI, devra donc se reposer sur son marché financier intérieur pour combler son déficit prévu pour 2022 à 5,9 Mds \$.

Le Ghana enregistre de façon structurelle d'importants déficits publics : 6,5% du PIB en moyenne sur la décennie pré-pandémie. L'une des causes principales est l'étroitesse de la base fiscale publique. Les ressources du gouvernement représentaient 16% du PIB en 2021 (12% en moyenne de 2011 à 2020). Les larges déficits récurrents ont fait grimper en flèche la dette publique, qui est passée de 31% du PIB en 2011 à 83% du PIB en 2021.

La combinaison de ce stock élevé de dette et d'une base fiscale limitée entraîne la captation par le seul service de la dette de la moitié des recettes publiques.

Le budget 2022 présenté par le gouvernement prévoit d'augmenter les ressources publiques de 4 points de PIB et cible même un solde primaire à l'équilibre. Le déficit pour cette année est prévu à 7,4% du PIB, puis 5,5% du PIB en 2023. Signe des temps, et illustration de l'importance prise par ces outils sur le continent africain, l'une des mesures phares pour développer les recettes fiscales consiste en une taxe sur les transactions électroniques (en particulier les paiements par téléphone portable). Cette taxe de 1,75% permettrait surtout d'élargir la couverture fiscale au secteur informel. Le gouvernement en attend plus d'un milliard de dollars de revenus additionnels annuels. Cette mesure a néanmoins cristallisé le mécontentement de l'opposition parlementaire.

Ghana : Composition de la dette externe (28 Md\$)



Source : Bank of Ghana, Crédit Agricole S.A.

Les agences de notation jugent toutefois optimistes les prévisions du gouvernement sur sa consolidation budgétaire. En complément de ce versant de consolidation par la hausse des recettes, les autorités entendent également réduire la charge de sa dette domestique, par des rééchelonnements.

Malgré la perte d'accès à la liquidité externe sur les marchés internationaux, le Ghana ne se trouve pas en risque de défaut à court terme. D'une part, ses réserves de change sont à un niveau confortable, à 10,8 Mds \$. L'année 2021, avec l'émission d'un eurobond de 3 Mds \$ et 1 Md \$ supplémentaire dans le cadre de l'octroi par le FMI de nouveaux DTS, a renforcé la position du pays sur ce critère. Le besoin de devises pour honorer ces échéances de

remboursement pour 2022 est estimé à environ 2,7 Mds \$.

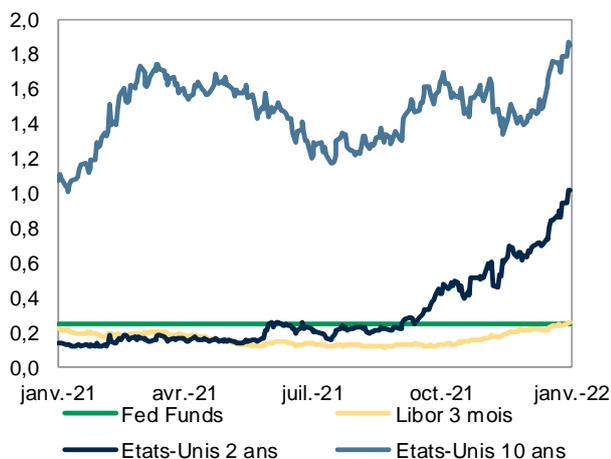
Les anticipations sur l'évolution de la situation du pays détermineront aussi les potentielles sorties de capitaux du pays, qui pourraient le cas échéant mettre sous pression les réserves ainsi que le cedi ghanéen.

**☑ Notre opinion** – *Le Ghana se distingue de certains de ses pairs continentaux par des tensions sur sa dette domestique qui apparaissent plus fortes que pour sa dette en devises. La contagion des inquiétudes internationales sur la situation du pays (hausse des spreads et dégradation de la notation souveraine par Fitch la semaine dernière) concernant le marché domestique accroîtrait encore davantage la tension pour le Ghana. Environ 17% de la dette domestique totale est détenue par des non-résidents (soit environ 5 Mds \$, en baisse de 5 points par rapport à août dernier). Une évolution à la hausse à court terme des recettes publiques et des avancées tangibles vers un rééchelonnement de sa dette domestique seront des conditions nécessaires pour que le Ghana retrouve son accès à la liquidité externe, indispensable à horizon d'un an.*

## Tendances à suivre

### Taux d'intérêt en dollar américain

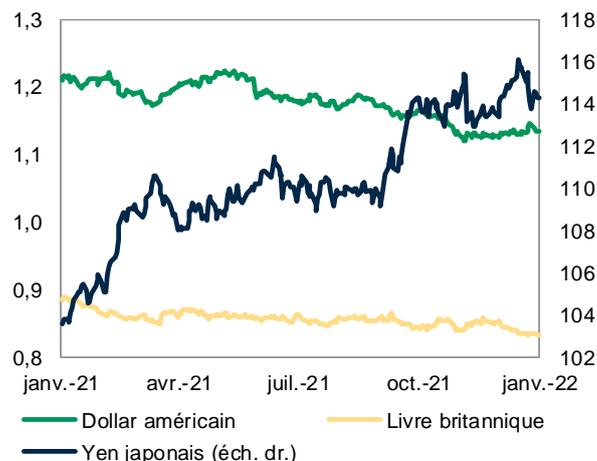
%, interbancaire (Londres) et souverains (Etats-Unis)



Source : Thomson Reuters

### Taux de change des principales devises

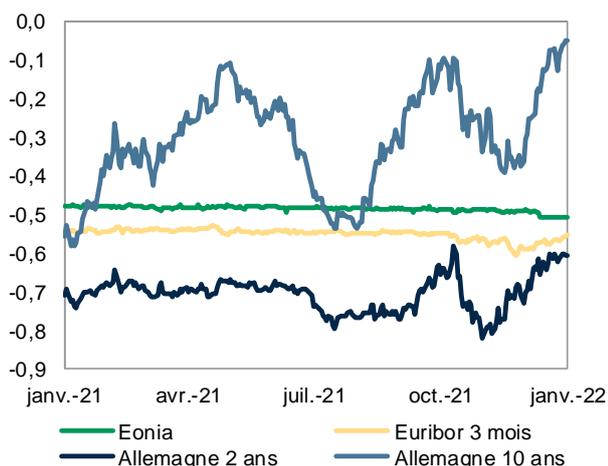
EUR/USD, EUR/GBP et USD/JPY



Source : Thomson Reuters

### Taux d'intérêt en euro

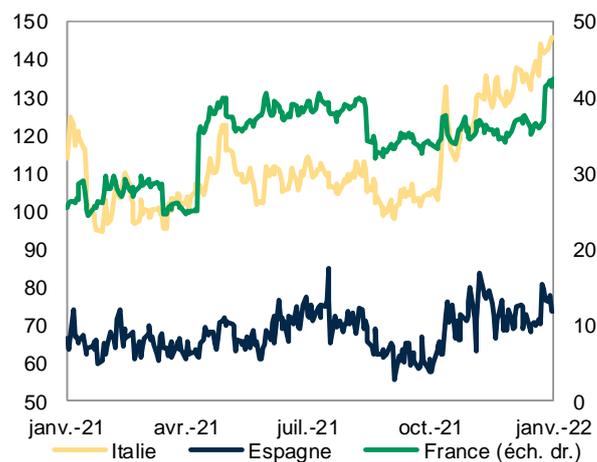
%, interbancaires (Londres) et souverains (Allemagne)



Source : Thomson Reuters

### Spreads souverains européens avec le Bund

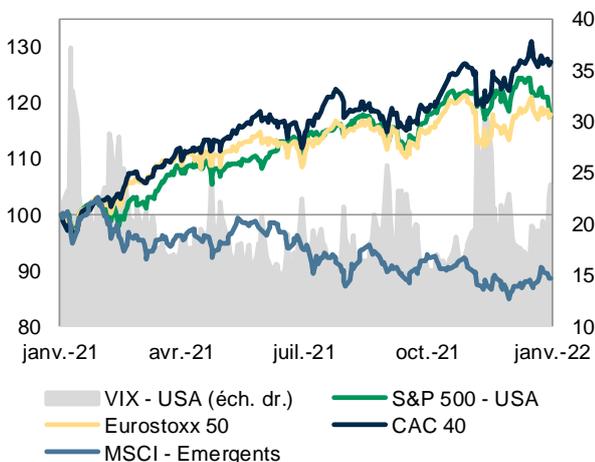
Pdb, dette en EUR à dix ans



Source : Thomson Reuters

### Marché actions

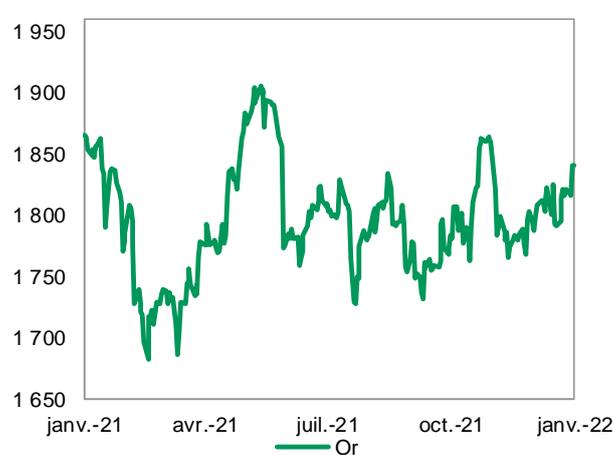
Indice boursiers (100 = début de période) et volatilité VIX



Source : Thomson Reuters

### Cours de l'once d'or

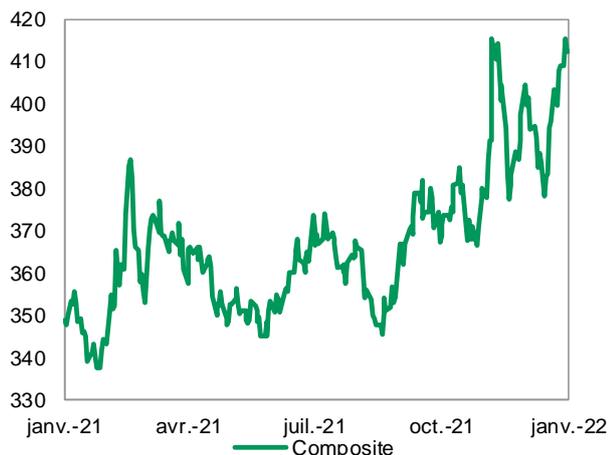
USD/Once troy (Londres)



Source : Thomson Reuters

### Spreads souverains émergents avec le T-Bond

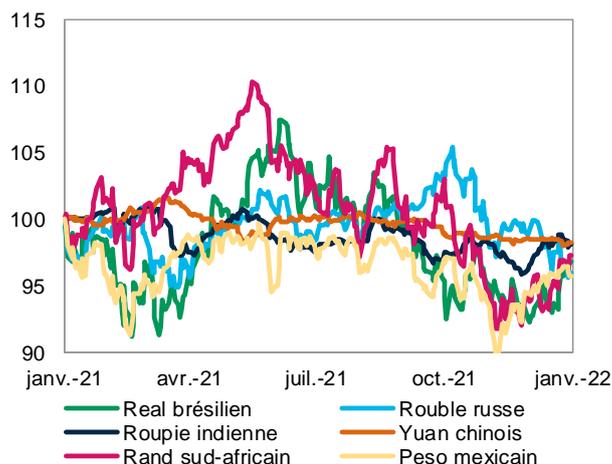
Indices EMBI+ (pdb, dette en USD de plus d'un an)



Source : JP Morgan

### Devises émergentes

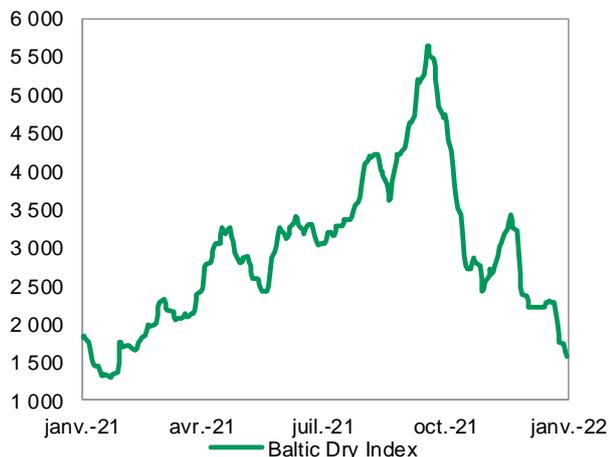
/USD (indice 100 = début de période)



Source : Thomson Reuters

### Coût du transport maritime de vrac sec

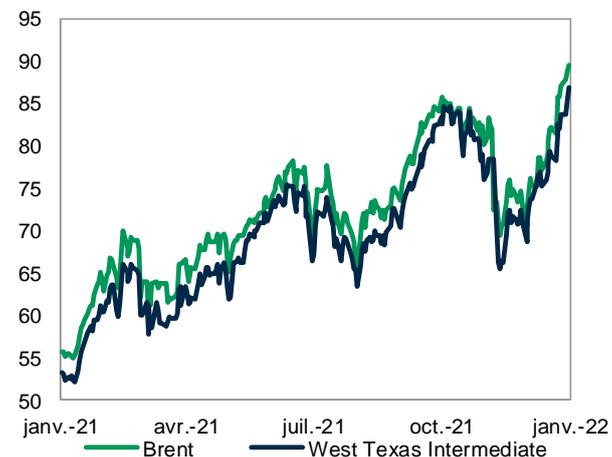
Baltic Dry Index (USD/point)



Source : Baltic Exchange

### Cours du baril de pétrole brut en USD

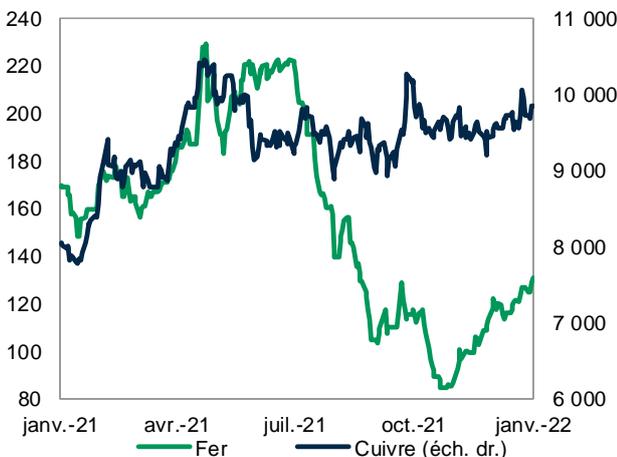
Brent (mer du Nord) et WTI (golfe du Mexique)



Source : Thomson Reuters

### Cours des métaux

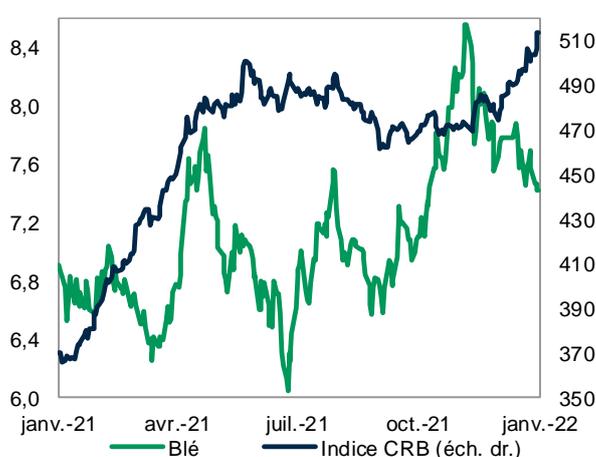
USD/tonne métrique



Sources : Steel Home, London Metal Exchange

### Agriculture

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



Sources : USDA, CRB

Consultez nos dernières parutions en accès libre sur Internet :



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

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

Date	Titre	Thème
20/01/2022	<a href="#">Italie – scénario 2021-2023 : garder le cap</a>	Italie
20/01/2022	<a href="#">Fintech Outlook T4 et Bilan 2021 – La célébration !</a>	Fintech, banque
19/01/2022	<a href="#">Brésil – L'optimisme (timidement)</a>	Amérique latine
18/01/2022	<a href="#">Zone euro – Conjoncture flash : normalisation des revenus des ménages et de la profitabilité des entreprises au T3 2021</a>	Zone euro
17/01/2022	<a href="#">Perspectives économiques 2022</a>	Monde
17/01/2022	<a href="#">Zone euro – Scénario 2022-2023 : un scénario résilient au choc d'offre et à la Covid-19 endémique</a>	Zone euro
14/01/2022	<a href="#">Monde – L'actualité de la semaine</a>	Monde
13/01/2022	<a href="#">Réindustrialisation ou comment sortir de la dépendance ?</a>	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 LEBOUGRE (coordination scénario)

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

**Afrique sub-saharienne :** Thibault ALIX

**Documentation :** Dominique PETIT, Elisabeth SERREAU

**Statistiques :** Robin MOURIER, Alexis MAYER

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

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