

Perspectives

Hebdomadaire – N°22/036 – 28 janvier 2022

MONDE – L'actualité de la semaine

☞ Bien qu'avertis, les marchés s'inquiètent.....	2
☞ France : le PIB poursuit sa marche en avant	3
☞ Zone euro : assouplissement des contraintes d'offre, rebond de l'industrie et affaiblissement des services en janvier ...	4
☞ Allemagne : une croissance en repli au T4, mais un potentiel de rebond qui couve !	4
☞ Espagne : croissance du PIB solide au T4	5
☞ Chronique de la vie politique italienne : le miracle n'aura pas lieu le cinquième jour	6
☞ La Fed confirme le démarrage très proche de son resserrement monétaire	7
☞ États-Unis : la croissance du T4 dopée par les variations des stocks	9
☞ Inde : acheter du temps pour soutenir la reprise	10
☞ Mexique : le risque de résistance de l'inflation	12
☞ Jordanie : une stabilisation économique bienvenue, compte tenu du surendettement.....	13
☞ Turquie : la crise, derrière l'apesanteur	14
☞ La plupart des marchés boursiers de l'Afrique sub-saharienne de retour à leur niveau pré-pandémie	15
☞ Burkina Faso : nouveau coup d'État militaire en Afrique de l'Ouest	16

Bien qu'avertis, les marchés s'inquiètent

La semaine aura essentiellement été marquée par le FOMC et la publication de chiffres de croissance : les marchés n'ont pas vraiment apprécié, surpondérant le resserrement monétaire à venir aux dépens des chiffres seulement un peu décevants ou franchement excellents de croissance passée.

Comme cela était attendu, le FOMC a conservé les paramètres de sa politique monétaire avec le maintien du taux cible des *Fed Funds* à (0% ; 0,25%) et la poursuite de la réduction de ses achats nets d'actifs, conformément au calendrier annoncé en décembre dernier (cf. « La *Fed* confirme le démarrage très proche de son resserrement monétaire »).

Les achats nets de titres cesseront au début du mois de mars (comme prévu et annoncé), mais il a été précisé qu'une hausse de taux serait « bientôt appropriée » (comme déjà suggéré mais aussi redouté). Alors que le *dot plot* de décembre indiquait trois hausses en 2022 pour une majorité de membres du FOMC, les marchés anticipent plus de quatre hausses de taux cette année. Le premier relèvement pourrait certainement être annoncé dès le prochain FOMC (16 mars). La fin des achats nets de titres n'était pas supposée être automatiquement suivie d'une hausse du taux directeur : *a posteriori*, peu de temps se sera probablement écoulé avant que le *Quantitative Tightening* ne soit suivi d'un resserrement *via* les taux. Pas synchrone mais presque.

Aux **États-Unis**, la croissance a atteint près de 7% (en volume, en rythme annualisé) au quatrième trimestre. Excédant les attentes du consensus, ce très bon résultat permet au PIB de progresser en moyenne de 5,7% après une contraction de 3,4% en 2020. Un excellent chiffre vu de loin car la principale source de croissance sur la fin d'année tient à l'accumulation de stocks. Celle-ci peut être attribuable à une « reconstitution naturelle » enfin permise par une détente des goulets d'étranglement suggérant une dissipation des contraintes d'offre. Mais elle peut être également

involontaire (au moins partiellement) et justifiée par le fléchissement de la consommation de biens (cf. « États-Unis : la croissance du T4 dopée par les variations des stocks »).

En **Allemagne**, en raison des contraintes sanitaires qui ont lourdement handicapé la consommation des ménages et le secteur des services, le PIB a reculé de 0,7% en variation trimestrielle. Sur l'ensemble de l'année 2021, la croissance s'établit à 2,7% par rapport à 2020. Ce « coup de froid » est néanmoins circonstanciel et le potentiel de consommation en biens et services pourrait s'exprimer à partir du deuxième trimestre (cf. « Allemagne : une croissance en repli au T4, mais un potentiel de rebond qui couve ! » »). En **France**, poursuivant sur sa lancée, le PIB a progressé de 0,7% au quatrième trimestre. Au total, après s'être contracté de 8% en 2020, le PIB rebondit fortement en 2021, affichant une croissance annuelle de 7% (cf. « France : le PIB poursuit sa marche en avant »).

Si les taux américains à dix ans se sont tendus (de 8 points de base, pb, sur la semaine, à 1,84%), ce sont les taux courts qui ont payé le plus lourd tribut : ils se redressent de 21 pb portant la hausse sur un mois à 46 pb. Le mouvement d'aplatissement de la courbe se poursuit et s'accroît avec un écart entre les taux à dix ans et à deux ans passé de près de 130 pb en octobre à désormais environ 60 pb. En zone euro, les taux allemands, tout comme les *spreads*, n'ont été l'objet que d'un soupçon de frémissement haussier. Le très lent mouvement de pentification s'est néanmoins poursuivi portant l'écart deux ans/dix ans à près de 60 pb.

Les marchés plus risqués, à commencer par les actions, ont continué de souffrir sans grande discrimination au cours de la semaine. En revanche, depuis le début de l'année, la hiérarchie des contre-performances est claire : Nasdaq, S&P500, puis Eurostoxx50 et enfin CAC40 perdant, respectivement, environ 15%, 10%, 4,5% et (seulement) 3,5%.

Zone euro

France : le PIB poursuit sa marche en avant

Le PIB progresse de 0,7% au quatrième trimestre par rapport au trimestre précédent. Au total, après s'être contracté de 8% en 2020, le PIB rebondit fortement en 2021, avec une croissance annuelle de 7%.

Comme attendu, la croissance ralentit nettement au T4, après s'être établie à 3,1% au T3, mais reste relativement soutenue et supérieure aux attentes, signe que l'impact de la nouvelle vague épidémique et des restrictions sanitaires mises en place en décembre semble avoir été limité. En outre, les estimations de croissance pour les trois premiers trimestres de l'année ont été révisées à la hausse de 0,1 point. Le PIB a ainsi dépassé son niveau d'avant-crise dès le T3 et est désormais de 0,9% supérieur à celui du T4 2019.

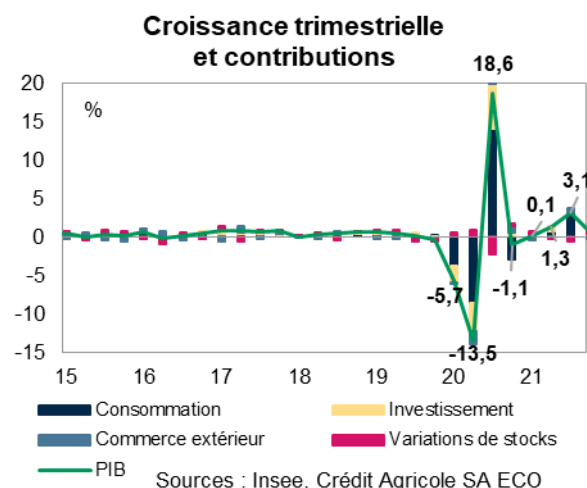
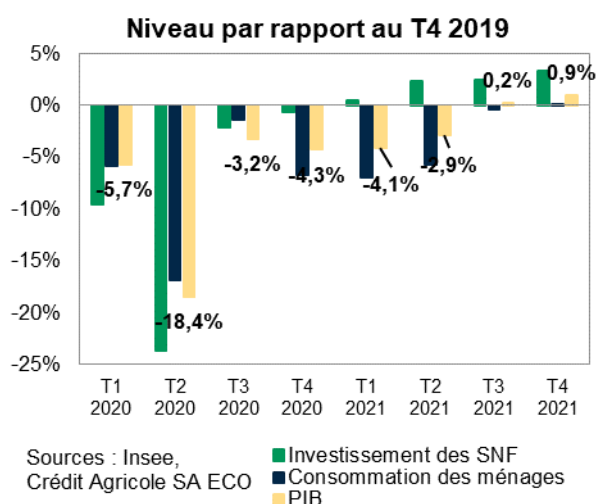
En détail, la croissance est en premier lieu soutenue par la consommation des ménages qui progresse de 0,4% au T4, après +5,6% au T3. La forte croissance

du T3 était due à la levée des restrictions sanitaires et à la reprise de l'activité dans les services notamment.

L'investissement des entreprises non financières progresse également de 0,8%, après un net ralentissement au T3, et continuera de bénéficier du plan de relance.

La contribution des variations de stocks est aussi nettement positive et contribue à hauteur de 0,4 point à la croissance au quatrième trimestre.

Enfin, le commerce extérieur pèse sur la croissance à hauteur de 0,2 point. La croissance des exportations et des importations a nettement accéléré par rapport au troisième trimestre. Mais, malgré le ralentissement de la consommation, les importations ont progressé à un rythme plus soutenu que les exportations.



Notre opinion – La révision des estimations de croissance pour les trois premiers trimestres de l'année et un chiffre un peu plus fort que prévu au T4 donnent lieu à une croissance supérieure aux attentes pour 2021. L'acquis de croissance pour 2022 est également très favorable à +2,4%. Avec une reprise qui devrait se poursuivre, l'objectif du gouvernement d'une croissance à 4% en 2022 est atteignable. Cela pourrait nous inciter à réviser à la hausse notre prévision de croissance pour 2022, mais, compte tenu de l'incertitude liée au variant Omicron sur le T1, à l'importance des révisions ces derniers trimestres et à une prévision de croissance de 3,9% dans notre scénario paru au début du mois, nous allons patienter quelque temps avant d'effectuer d'éventuelles révisions. Pour en savoir plus, retrouvez nos analyses dans notre [Flash PIB](#) et notre dernier [scénario](#) de croissance.

Zone euro : assouplissement des contraintes d'offre, rebond de l'industrie et affaiblissement des services en janvier

La première estimation de l'indice PMI composite de janvier pour la zone euro signale un affaiblissement du rythme d'expansion de l'activité. L'indice affiche un deuxième mois de baisse et se situe à 52,4 points (après 53,3 en décembre), soit à son plus bas point depuis onze mois. C'est l'activité des services qui freine la croissance de la zone avec un rythme d'expansion qui est le plus faible depuis neuf mois et un indice en repli à 51,2 points (après 53,1 en décembre). En revanche, l'activité manufacturière est signalée en accélération par un indice au plus haut depuis le mois de septembre à 55,8 points (après 53,8 en décembre).

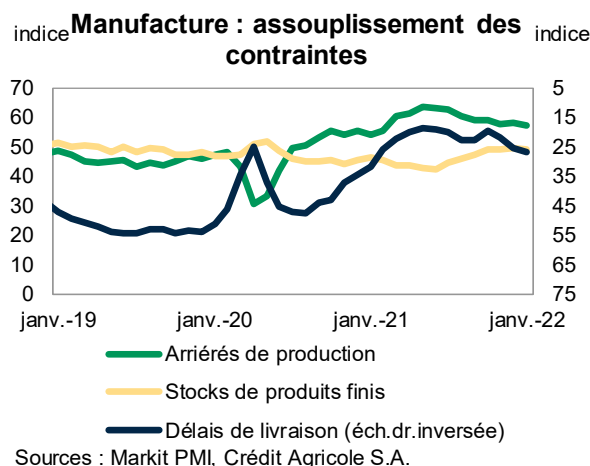
La performance du secteur manufacturier est permise par le relâchement progressif des contraintes d'approvisionnement signalé par le plus faible allongement des délais de livraison constaté depuis un an et par une baisse du volume d'affaires en cours et de stocks de produits finis. La modération de la hausse du prix des intrants est assez remarquable et participe à la réduction des contraintes à la production. Cependant, elle n'est pas entièrement transférée sur les prix de vente, dont la hausse se poursuit à un rythme plus élevé.

Les perspectives dans le secteur manufacturier sont en amélioration avec des commandes qui accélèrent. Le renforcement de l'activité en Allemagne et dans le secteur automobile permet plus d'optimisme, quant aux évolutions industrielles au cours des prochains mois.

Les enquêtes de la Commission européenne dans le secteur manufacturier sont moins optimistes : elles signalent une stabilisation des commandes, à l'exception des commandes à l'exportation qui sont

en hausse, ainsi qu'une normalisation des stocks. En revanche, les contraintes liées à l'activité sont encore en augmentation, notamment celles portant sur la main-d'œuvre et sur les matériels et équipements.

Par contre, l'activité dans les services décélère plus nettement sous l'effet des nouvelles restrictions liées à la vague Omicron. L'indice PMI d'activité dans les services se situe à son plus bas niveau depuis neuf mois en janvier (à 51,2, après 53,1). En dépit de la décélération de l'activité en France, la forte accélération de la croissance en Allemagne, signale un potentiel de rebond de l'indice au cours des prochains mois, avec la levée des contraintes à la fréquentation qui pèsent sur le secteur. Cette lecture est confirmée par les enquêtes de la Commission européenne qui signalent aussi une modération de l'activité des services, mais qui annoncent une récupération des perspectives.



✓ Notre opinion – Les premières estimations du PIB pour le quatrième trimestre 2021 publiées cette semaine en France (0,7% t/t en ligne avec la prévision de décembre), en Allemagne (-0,7%, contre +0,4% prévu) et en Espagne (2%, contre 1,1% prévu) suggèrent une révision à la baisse de la croissance de la zone euro (à 0,3% t/t, contre 0,5% prévu en décembre). Si l'indice PMI de janvier est bien inférieur à sa moyenne du T4 2021, le signes d'amélioration de l'activité manufacturière et les perspectives d'une reprise de la mobilité au cours du premier trimestre 2021 laissent prévoir une inversion de la dynamique plus négative des services et une contribution plus positive à la croissance du PIB en fin de trimestre.

Allemagne : une croissance en repli au T4, mais un potentiel de rebond qui couve !

L'office des statistiques allemand a dévoilé une croissance du PIB en recul de 0,7% en variation trimestrielle au T4 2021. Sur l'ensemble de l'année 2021, la croissance allemande progresse de 2,7% par rapport à 2020, mais reste encore inférieure de 2% à son niveau de 2019. Ce sérieux coup de frein de l'activité au T4 s'explique avant tout par le retour des mesures de distanciation sociale pour contrer la nouvelle vague épidémique hivernale. L'instauration de ce que l'on pourrait appeler l'équivalent d'un laisser-passer sanitaire renforcé dans les bars, restaurants, activités culturelles et de loisirs, dès la

fin novembre, a en effet nettement pesé sur les comportements de consommation des ménages du dernier trimestre.

Sur l'ensemble de l'année 2021, la consommation privée a stagné, tandis que les dépenses publiques ont augmenté de 3,4%. L'investissement dans la construction n'a que faiblement progressé (+0,5%), tandis que l'investissement productif a rebondi de 3,2%, tirant l'investissement global à la hausse (+1,3%). Les échanges commerciaux se sont nettement redressés avec des exportations augmentant

de 9,4% et les importations de 8,6%, apportant une contribution à la croissance de 0,9 point de pourcentage. La valeur ajoutée par secteur signale un net redressement des activités manufacturières (+4,4% sur un an) et des hausses notables dans la plupart des secteurs des services, même si les secteurs du commerce, de l'hébergement et de la restauration enregistrent des performances nettement plus modestes. Seul le secteur de la construction connaît un léger recul (-0,4%), tandis qu'il avait été relativement épargné en 2020.

Toutefois, les pressions exercées par ce contexte sanitaire au dernier trimestre s'avèrent moins fortes que celles enregistrées à la même époque l'an dernier. Des mesures plus ciblées ont permis d'amortir le choc d'activité enduré dans les secteurs les plus touchés. Ce coup de frein ne devrait donc être que temporaire et l'économie devrait rebondir plus solidement à partir du deuxième trimestre, lorsque les effets les plus récessifs de ces mesures s'estomperont une fois passée la saison hivernale.

Les enquêtes d'activité de l'Ifo de janvier font par ailleurs ressortir un léger redressement du climat des affaires avec un indice à 95,7 points, après 94,8 points en décembre. Surtout, les anticipations à court terme se redressent pour la première fois depuis six mois, laissant envisager une amélioration de la croissance dans les prochains mois. Dans l'industrie, le rebond des anticipations est assez marqué en lien avec une détente enregistrée des goulets d'étranglement dans l'approvisionnement en produits intermédiaires et matières premières. Par ailleurs, le taux d'utilisation des capacités productives continue d'augmenter au-dessus de son niveau de long terme, suggérant la poursuite d'une activité robuste. Dans la construction et le commerce, les perspectives s'améliorent également ainsi que dans les services même si ces derniers font encore face à des difficultés notables comme dans l'hôtellerie et le tourisme qui devront attendre le retour de l'été avant d'espérer voir leur activité redémarrer plus solidement.

✓ Notre opinion – *L'activité allemande enregistre un nouveau coup de frein au quatrième trimestre, en raison des contraintes sanitaires qui pèsent plus lourdement sur les services. Toutefois, cette situation n'est que temporaire au regard du potentiel de consommation en biens et services qui devrait davantage se matérialiser à partir du deuxième trimestre avec le desserrement des contraintes, permettant ainsi un rebond plus dynamique de l'activité. La hausse attendue des salaires effectifs liée à la reprise de la croissance et l'utilisation massive de l'excès d'épargne accumulée jusqu'ici devraient stimuler significativement la consommation et la croissance du PIB.*

Espagne : croissance du PIB solide au T4

Le PIB espagnol a progressé de 2% en rythme trimestriel au dernier trimestre de l'année dernière. La demande domestique a contribué positivement à la croissance (de 1 pp), tirée par la forte progression de l'investissement (+8,5%), qui a compensé le recul de la consommation privée (-1,2%). Ainsi, les investissements en machines et équipements progressent de 6,1%, en accélération par rapport au T3 (+3,7%), et la construction affiche enfin une progression positive (2,3%), après quatre trimestres consécutifs de recul. L'évolution de la demande extérieure est également positive : les exportations ont ralenti légèrement par rapport au T3 (6,1% au T4, après 7,1% au T3), mais se maintiennent très

dynamiques et compensent la hausse des importations (dont la progression passe de 2,2% au T3 à 3,5% au T4). En glissement annuel, la variation du PIB s'établit à 5,2%, contre 3,4% au trimestre précédent. Pour l'ensemble de l'année 2021, le PIB à prix courants s'élève à 1 202 milliards d'euros, soit 7,2% de plus qu'en 2020. En volume, le PIB a enregistré une variation de 5,0%.

Le nombre d'heures effectivement travaillées a augmenté de 0,2% par rapport au T3. Dans les branches industrielles, l'activité est en baisse de 3,5% sur l'année, de 1,9% dans la construction et de 4,4 % dans le secteur des services.

✓ Notre opinion – *La croissance du PIB au quatrième trimestre 2021, 2% par rapport au trimestre précédent, montre que, bien que la reprise soit en cours, elle est encore incomplète et inégale. Il convient de noter l'augmentation de l'investissement, en particulier dans les machines et les biens d'équipement (un solide 6,1% au cours du trimestre), ce qui pourrait correspondre à une accélération de l'utilisation des fonds européens dans la dernière partie de l'année.*

Les exportations évoluent également favorablement (+6,5%), grâce à l'effet rebond du secteur touristique, mais également au rebond des ventes de biens à l'étranger. En outre, les entreprises s'adaptent à la désorganisation de la chaîne d'approvisionnement en accumulant des stocks, afin de réduire les goulets d'étranglement.

Cependant, la consommation des ménages souffre de la reprise de l'inflation et de son impact négatif sur le revenu disponible des ménages. Ainsi, malgré l'amélioration notable du marché du travail, les dépenses de consommation ont reculé (-1,2%). Cette baisse explique pourquoi la demande intérieure n'a contribué qu'à hauteur d'un point de la croissance du PIB, tout comme le secteur extérieur.

Au total, l'évolution de l'économie dans la dernière partie de l'année laisse la croissance du PIB à 5% pour l'ensemble de 2021. Un résultat qui améliore certaines des prévisions faites après les données décevantes de la première partie de l'année. Toutefois, la reprise est encore incomplète et inégale dans des secteurs aussi importants que le tourisme et l'industrie automobile. En outre, à l'horizon 2022, sa robustesse est conditionnée par la persistance des pressions inflationnistes, alimentées par l'émergence de nouvelles incertitudes dans l'environnement extérieur, notamment les tensions géopolitiques et leur impact sur les marchés de l'énergie.

Chronique de la vie politique italienne : le miracle n'aura pas lieu le cinquième jour

Les vieilles habitudes ont la vie dure. Le voile de responsabilité incarné par le gouvernement d'union national n'aura pas résisté longtemps à la bataille politique qui se joue pendant cette élection présidentielle. Les différends entre partis s'affichent au grand jour et les négociations à huis-clos ne semblent pas mener pour le moment sur la voie du compromis. Comme cela était escompté, les trois premières sessions de vote requérant la majorité au deux tiers se sont soldées par une majorité de bulletins blancs. Lors du quatrième vote, soit le premier nécessitant une majorité absolue, aucun nom proposé pour le moment ne semble remporter l'adhésion. La session s'est conclue par 441 abstentions, 261 bulletins blancs et 166 voix pour le président de la république sortant Sergio Mattarella, le reste étant réparti entre les autres candidats. À partir de vendredi 28 janvier, l'hémicycle passera à deux sessions de vote par jour.

La course à la présidence ne fait que commencer à l'aune de ce cinquième vote. Le centre-droit qui s'est réuni en conclave vendredi matin semble s'être accordé sur un nom, celui de Maria Elisabetta Alberti Casellati. Les différents chefs de partis de la coalition de droite appellent à soutenir sa candidature, alors même que les forces de gauche la jugeant trop proche de *Forza di Italia* ont déjà annoncé leur abstention face à ce choix. Les propositions du centre-gauche ont quant à elles toutes été rejetées par le *leader* Matteo Salvini qui leur renvoie la balle en jugeant leur refus de soutenir la présidente du Sénat – soit le deuxième personnage institutionnel le plus important de l'État – comme irresponsable. Derrière les joutes verbales et les successions de réunions, il semble difficile d'entrevoir en cette cinquième journée de vote un scénario et de lire les différentes stratégies. La candidature de Mario Draghi, auxquelles certaines personnes même au sein de la Ligue continuent de croire, semble encore écartée par le dirigeant Salvini, dont l'entretien avec le Premier ministre au

cours de la semaine ne s'est pas déroulé sous les meilleurs auspices.

Les forces en jeu sont toujours les mêmes. Le centre-gauche milite pour un candidat *super partes* non partisan, mais les points de désaccord au sein du bloc sont encore nombreux. La candidature de Pier Ferdinando Casini n'est pas enterrée, puisqu'elle fait son cheminement au sein de *Forza di Italia* et qu'elle peut fédérer à gauche. Elle devrait être testée lors du 6^e vote. Cela étant dit, cette option reste le second choix du PD. Celui-ci reste attaché à la candidature de Mario Draghi, arguant que la survie du gouvernement que le Premier ministre monte au Quirinal ou pas, reste intimement liée à la capacité de consensus au sein de l'hémicycle. La grande inconnue vient des cinq étoiles dont une partie représentée par l'ancien Premier ministre, Giuseppe Conte, reste sceptique face à la candidature du Premier ministre. L'argument avancé reste la stabilité du gouvernement et le refus d'élections législatives, mais cette posture masque cependant l'inimitié que nourrit l'ancien Premier ministre face à son remplaçant.

Si les blocs continuent de rester compacts avec d'un côté le centre-droit et ses 454 voix et de l'autre la gauche, en incluant *Italia Viva* avec ses 449 voix, le compte n'y sera toujours pas. En effet, d'un côté comme de l'autre, près de 50 voix sont nécessaires pour obtenir la majorité simple. Deux solutions sont donc possibles. La première est d'atteindre un large consensus qui pour rappel est l'une des conditions *sine qua non* à ce que le gouvernement d'union nationale tienne. La seconde est que l'un des blocs se rompe sous le poids des dissensions et rallie une des majorités. Reste la question, quel bloc risque de se fissurer en premier ? Pour le moment, les blocs essaient de montrer leur cohésion, mais il semble que Matteo Salvini n'ait pas écarté totalement cette stratégie en faisant des appels au mouvement 5 étoiles.

États-Unis

La Fed confirme le démarrage très proche de son resserrement monétaire

Sans surprise, le FOMC du 26 janvier a gardé le *statu quo* sur le taux directeur avec une fourchette cible du taux des *fed funds* inchangée à 0%-0,25% tout en déclarant qu'« une hausse de ce taux serait bientôt appropriée ». Un relèvement des taux sera donc sans doute annoncé lors du FOMC prochain du 16 mars.

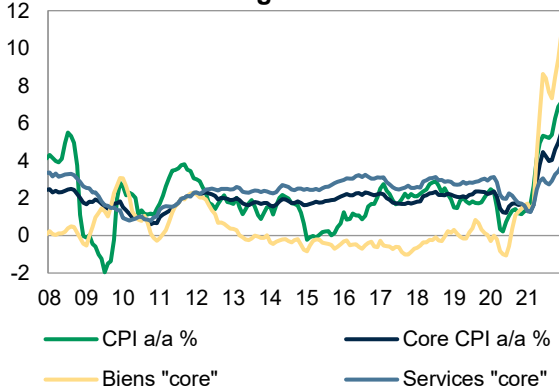
Le FOMC a également décidé de poursuivre la réduction de ses achats nets d'actifs, conformément au calendrier annoncé en décembre dernier, afin de mettre fin à ces achats début mars prochain.

Une tonalité agressive sur fond de tensions inflationnistes historiquement élevées

La Fed s'est gardée de donner des indications précises quant au rythme du resserrement à venir. Lors de sa conférence de presse, le président Jerome Powell a répété à plusieurs reprises que les décisions futures allaient dépendre des données à venir, tout en ajoutant que l'institution serait « humble et souple » étant donné les risques à double sens qui existent actuellement. Cela laisse la porte ouverte à toutes les options en ce qui concerne le rythme et l'ampleur du resserrement à venir.

Néanmoins, les commentaires de J. Powell ont clairement laissé entendre que le resserrement sera plus rapide que lors des cycles précédents. Il a notamment déclaré à plusieurs reprises que le contexte économique était « très différent » de celui du début du cycle de resserrement précédent en 2015. L'économie est actuellement « beaucoup plus forte », l'inflation est au plus haut depuis des décennies (l'inflation CPI a atteint 7% en décembre, un plus haut depuis 1982) et il y a plus de tensions sur le marché du travail.

États-Unis : la hausse des prix s'est généralisée



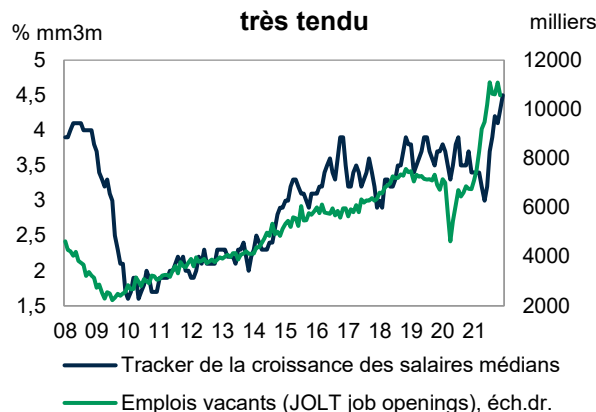
Source : BLS, Crédit Agricole S.A.

Le dynamisme du marché du travail a été particulièrement mis en exergue. Selon J. Powell, « il y a pas mal de marge pour augmenter les taux sans menacer le marché du travail ». Celui-ci est

décrit comme « très, très fort », les gains d'emplois comme « solides » et la baisse du taux de chômage comme « significative ». Les difficultés de recrutement ont rarement été aussi élevées et la hausse des salaires a été rapide.

L'institution continue de prévoir une rechute de l'inflation au cours du second semestre 2022. Mais J. Powell a mis l'accent sur les risques d'une inflation plus persistante que prévu, notamment ceux liés au Covid et à son impact sur les chaînes d'approvisionnement.

États-Unis : le marché du travail est très tendu



Source : Fed, BLS, Crédit Agricole S.A.

Concernant Omicron, la Fed s'attend sans surprise à un impact négatif sur la croissance du quatrième trimestre 2021 (dont les chiffres officiels ont été publiés après le FOMC), notamment dans les secteurs sensibles au Covid, tels que le tourisme et la restauration. Mais cet impact ne devrait être que temporaire et la Fed anticipe un retour rapide à une croissance forte. Selon J. Powell, « l'économie a fait preuve d'une grande force et d'une grande résilience face à la pandémie en cours ».

La réduction du bilan sera plus précoce et plus rapide que lors des cycles précédents

La Fed a indiqué la poursuite du *tapering* de son programme d'achats d'actifs. À partir de mi-février, elle va de nouveau réduire de moitié le rythme d'achats à 20 milliards de dollars d'achats de *Treasuries* et à 10 milliards de dollars de MBS (titres adossés à des créances hypothécaires), ce qui conduirait à un arrêt des achats d'actifs au début du mois de mars.

La Fed a publié un communiqué contenant les principes encadrant la réduction de son bilan. Selon ces principes, la réduction du bilan ne commencera qu'une fois le relèvement des taux entamé. Celui-ci sera l'instrument de resserrement monétaire privilégié.

La Fed n'a pas encore décidé du calendrier, du rythme ni des autres détails de la réduction de son bilan, mais a signalé que les réductions des actifs se dérouleront « de manière prévisible ». La Fed devrait utiliser notamment des plafonds sur les rachats mensuels, comme lors du cycle de réduction de 2017-2019. La Fed souhaite que la réduction de son bilan soit faite moyennant des ajustements de ses réinvestissements (et donc non par des ventes actives d'actifs).

J. Powell a indiqué que la Fed discuterait de la réduction de son bilan « au cours des deux

prochaines réunions du FOMC », ce qui ouvre la possibilité à un début de réduction du bilan au début de l'été.

Enfin, à long terme, la Fed souhaite détenir « principalement des *Treasuries* ». Cela suggère qu'elle pourrait soit réduire sa détention de titres MBS plus rapidement que celle de *Treasuries*, soit réinvestir en *Treasuries* les montants des MBS arrivés à échéances. Plus de détails sur le processus de réduction du bilan de la Fed seront publiés lors du FOMC de 16 mars prochain.

✓ Notre opinion – *Étant donné « les progrès remarquables » réalisés sur le marché du travail et une inflation « bien au-delà de la cible de 2% », la Fed juge que l'économie n'a plus besoin de l'accommodation monétaire exceptionnelle actuelle. La Fed est très préoccupée par les risques haussiers sur l'inflation et sa persistance, mais aussi par la situation très tendue du marché du travail. J. Powell a même indiqué qu'il était tenté de rehausser « de plusieurs dixièmes » sa propre prévision du core PCE pour 2022, car selon lui « la situation s'est légèrement aggravée depuis décembre ».*

Le rythme de resserrement à venir reste pour l'heure incertain. Contrairement aux cycles de resserrement passés, la Fed n'utilise plus des mots comme « graduel » ou « modéré » pour le qualifier. Il devrait être nettement plus rapide. Les hausses de taux pourraient aussi bien intervenir une fois par trimestre comme à chaque réunion du FOMC.

Même si le président de la Fed, Jerome Powell, a voulu se montrer flexible concernant le rythme de hausse de taux ou de réduction du bilan de la Fed, il n'a pas semblé contredire les anticipations de marché qui tablent sur plus de quatre hausses de taux cette année. J. Powell a même noté lors de la conférence de presse que la communication entre la Fed et les marchés fonctionnait bien. Le dot plot de décembre montrait quant à lui trois hausses en 2022 (et trois en 2023) pour une majorité de membres du FOMC.

👉 États-Unis : la croissance du T4 dopée par les variations des stocks

Le PIB réel a crû de 6,9% (T4/T3) en rythme annualisé au quatrième trimestre (1,7% non annualisé), après avoir ralenti à 2,3% au troisième trimestre (0,6% non annualisé). Ce résultat est supérieur aux anticipations du consensus (5,5% ann.) et aux nôtres (5,7% ann.) Il reflète surtout une forte contribution des variations de stocks (+4,9 points de pourcentage) et, dans une moindre mesure, de la consommation des ménages (2,3 points, dont 2,1 en services) et de l'investissement privé non résidentiel (0,3 points). Ces contributions ont été compensées par les contributions négatives de la consommation et de l'investissement publics (-0,5 point) alors que la contribution des exportations nettes en biens et services a été nulle. Selon le BEA, le restockage est attribuable aux secteurs des ventes au détail et de gros, notamment chez les concessionnaires automobiles.

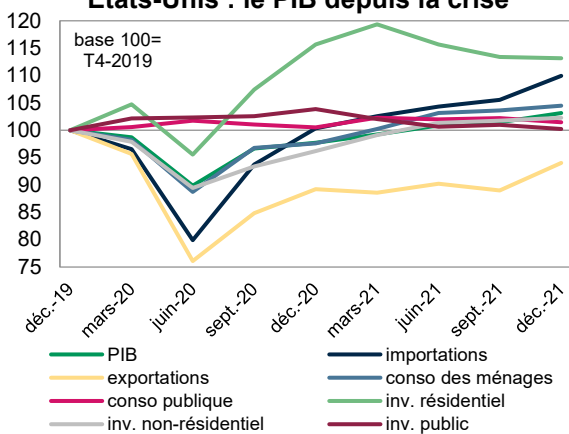
La consommation des ménages a rebondi de 3,3% sur le trimestre en rythme annualisé, avec une

hausse de 4,7% des dépenses des services, alors que la consommation de biens n'a crû que de 0,5% (après un repli de 8,8% au troisième trimestre). Le taux d'épargne des ménages a baissé pour le troisième trimestre consécutif à 7,4% du revenu disponible, s'approchant de sa moyenne de 2019 (7,6%).

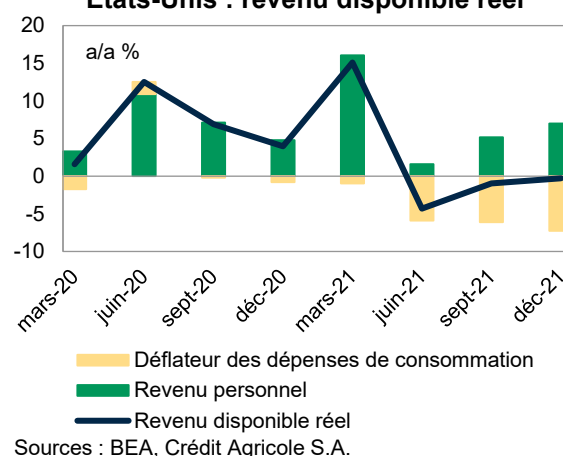
Sur l'ensemble de l'année le PIB a augmenté de 5,7%, après s'être replié de 3,4% en 2020.

Du côté de l'évolution des revenus, les rémunérations salariales continuent d'augmenter de manière soutenue sur le trimestre (+2,2% T4/T3 non annualisé), mais le revenu disponible n'augmente que très faiblement (+0,5% non annualisé) du fait de l'arrêt des aides d'État liées à la pandémie. Le revenu disponible réel (déflaté par le déflateur implicite des dépenses de consommation individuelles) se replie de 1,5% sur le trimestre (-0,3% sur un an).

États-Unis : le PIB depuis la crise



États-Unis : revenu disponible réel



☑ **Notre opinion** – Les variations de stocks se sont repliées entre le T1 et le T3 2021, ce qui reflète très probablement les fortes contraintes dans les chaînes d'approvisionnement, empêchant les entreprises de répondre à une consommation des ménages en biens qui est restée forte au cours de la première moitié de l'année. Le fort rebond des variations de stocks au T4 pourrait avoir été favorisé par un début, quoiqu'encore très timide, d'assouplissement des contraintes d'offre visible dans les enquêtes auprès des entreprises. Une poursuite de la reconstitution des stocks dans les prochains trimestres sera une bonne nouvelle, si elle reflète une amélioration continue de ces contraintes. Mais il se peut aussi que le restockage du T4 ne soit qu'un phénomène temporaire, reflétant surtout la faiblesse de la consommation en biens au cours de la seconde moitié de l'année. Celle-ci a été impactée par la propagation des variants Delta au cours de l'été et plus récemment Omicron et va sans doute rebondir une fois dissipée l'actuelle vague de Covid, entraînant une rechute des stocks.

Nous anticipons un ralentissement de la croissance au T1 en raison de l'impact d'Omicron en fin d'année 2021 et début 2022, avant un rebond au T2. La dynamique salariale est à présent bien engagée et semble avoir de beaux jours devant elle grâce au dynamisme du marché du travail, compensant la baisse des transferts sociaux et assurant une poursuite de la trajectoire haussière du revenu disponible nominal. Mais la hausse de l'inflation grève le pouvoir d'achat et se présente comme le principal risque sur la consommation des ménages à venir.

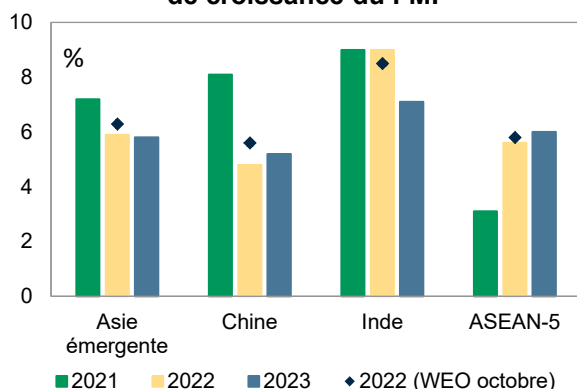
Pays émergents

Asie

Inde : acheter du temps pour soutenir la reprise

L'Inde fait partie des rares pays dont la croissance a été revue à la hausse par le FMI entre octobre 2021 et janvier 2022. L'institution anticipe maintenant une croissance de 9% pour l'année fiscale 2022/2023, qui débutera en mars 2022. Et avec ses 9% de croissance cette année aussi, le pays peut se targuer de figurer parmi les économies les plus dynamiques de l'année.

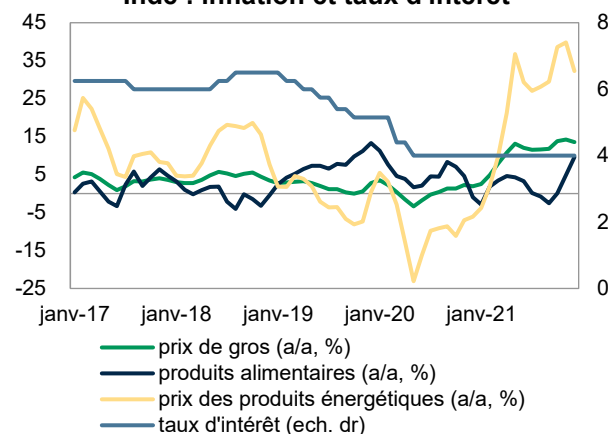
Évolution des prévisions de croissance du FMI



Sources: FMI, Crédit Agricole S.A./ECO

marchés internationaux et à la remontée annoncée des taux américains, espère pouvoir se donner encore un peu d'air. Le danger est qu'en laissant trop filer l'inflation, les investisseurs diffèrent leurs projets en attendant une vision un peu plus claire sur la trajectoire des taux. Le prochain comité monétaire, prévu le 9 février, devrait apporter de premières réponses.

Inde : inflation et taux d'intérêt



Sources : OEAGI, RBI

Du difficile arbitrage de la politique monétaire...

Pour autant, peut-on parler de « normalisation » de l'activité, après les stigmates terribles laissés par la crise de 2020 ? C'est l'épineuse question à laquelle la Banque centrale indienne (RBI) tente de répondre.

À l'image du reste du monde, l'Inde est confrontée à une accélération de l'inflation, alimentée principalement par le prix des matières premières (énergie, produits agricoles et minéraux). Si bien qu'en décembre 2021, l'indice des prix à la consommation enregistrait une progression de 5,6% en glissement annuel.

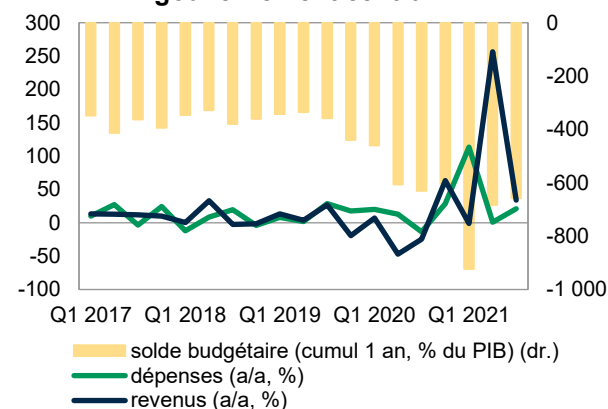
Et si l'Inde est plutôt coutumière de ces tensions sur les prix, qui s'expliquent en grande partie par le poids des composantes volatiles dans l'indice, elles interviennent cette fois-ci dans un contexte de taux très bas, conséquence de la politique monétaire expansionniste menée durant l'année 2020. La RBI avait – en l'espace de trois mois – baissé de 115 points de base son taux directeur pour le ramener à 4%, un niveau qui n'a pas bougé depuis mai 2020.

En Amérique latine, la remontée des taux est déjà bien engagée, dans des pays avec des niveaux d'inflation comparables, comme en Colombie ou au Pérou, et des performances de croissance pourtant moins bonnes. Mais la RBI, moins exposée aux

... à la présentation du prochain budget

L'autre événement attendu est celui de la présentation du budget, qui doit avoir lieu le 1^{er} février. Là aussi, il sera aussi question d'acheter du temps, ou plutôt de profiter du surplus de croissance espéré pour soutenir encore la reprise et étaler la consolidation budgétaire, qui prévoyait l'an dernier de passer de 9,2% du PIB de déficit pour l'année fiscale 2021 à 4,5% à horizon 2026.

Inde : budget du gouvernement central



Source : CGA

Le retour de la croissance a également permis à l'État de collecter plus de recettes que prévu, à structure fiscale équivalente. Au-delà de la

nécessaire consolidation budgétaire, les trois voies privilégiées pour utiliser ces ressources supplémentaires pourraient être :

1 - La baisse, voire la suppression de certains droits de douane, notamment sur les produits rentrant dans les processus de fabrication, qui minent la compétitivité-prix des exportations indiennes, surtout dans le domaine électronique ;

2 - La hausse des transferts aux États, qui assurent l'essentiel des programmes sociaux et dont les finances se sont fortement détériorées avec la crise ;

3 - La réduction du programme obligatoire indien, qui avait atteint près de 7% du PIB lors de l'année fiscale 2021, et devrait se maintenir autour de 5-5,5% en 2022 et 2023.

✓ Notre opinion – *La croissance indienne est réelle, mais fragile. Réelle, car l'Inde devrait presque faire figure de « championne de la croissance », avec ses 9% attendus pour 2021/2022 et 2022/2023, mais aussi parce que certains signes de stabilisation apparaissent dans les indicateurs d'activité, et que le retrait de la très contestée réforme des prix agricoles, après près de deux ans de révoltes, a permis d'apaiser le monde rural.*

Fragile car l'Inde reste – de loin – le pays le plus pauvre parmi les grands émergents, et que l'activité économique s'apparente, pour une majorité de la population, à une économie de subsistance dans laquelle les tensions sur les prix des biens de première nécessité (alimentation et énergie) se ressentent tout de suite sur la consommation.

Voilà pourquoi les autorités monétaire et budgétaire cherchent à se donner encore un peu de temps, afin d'engager le processus de « normalisation », qu'il s'agisse de remonter les taux d'intérêt à leur niveau pré-crise ou d'entamer la consolidation du déficit et de la dette, une fois que toutes les composantes de la croissance seront réellement réactivées.

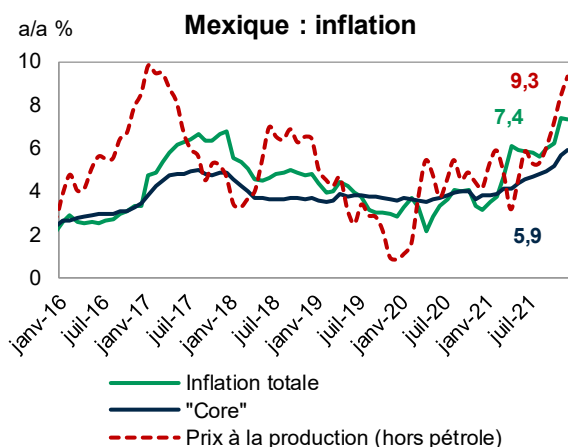
Amérique latine

Mexique : le risque de résistance de l'inflation

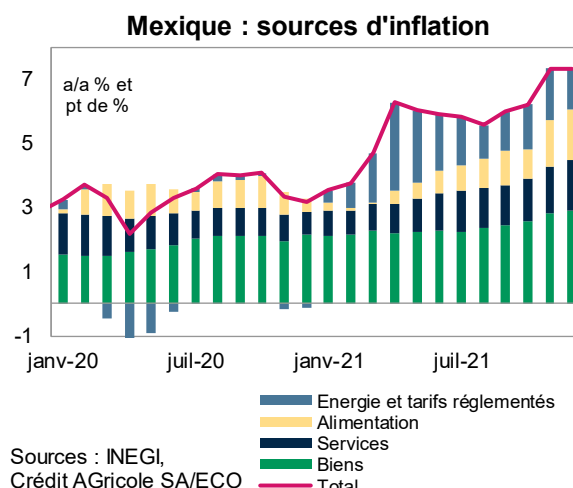
Les derniers chiffres (première quinzaine de janvier) signalent une progression sur douze mois des inflations totale et sous-jacente de, respectivement, de 7,1% (contre 7,4% fin décembre) et 6,1% (contre 5,9% fin décembre) : des chiffres évidemment toujours très élevés et l'occasion de survoler le comportement récent des prix, notamment, des rythmes moyens de progression de chacun des grands postes¹, mais aussi de leurs contributions respectives à l'inflation totale selon leur poids dans l'indice des prix².

Comme partout ailleurs, en 2021, l'inflation s'est raffermie dès le mois de janvier et tout au long de l'année sous l'influence du redressement violent des prix de l'énergie puis, dans une moindre mesure, des prix alimentaires. Cela explique qu'en moyenne,

mais tout particulièrement en fin d'année, l'inflation totale a largement excédé l'inflation sous-jacente. Si les goulets d'étranglement et autres pressions subies en amont sur les prix industriels peuvent être tenus pour responsables de l'accélération de l'inflation sous-jacente via les prix des biens, le rythme soutenu de ceux-ci signale une résistance surprenante à un choc particulièrement violent sur la demande. En 2021, en moyenne, les prix des biens ont augmenté de 6,1% soit une contribution à l'inflation de 2,4 points de pourcentage (p.p.) ; ils expliquent ainsi plus de 50% de l'inflation *core* et 42% de l'inflation totale. Mais, en 2020, alors que le PIB se contractait de 8,2%, les biens s'étaient en moyenne renchérissés de 4,1% apportant une contribution déjà élevée (1,8 p.p.) et expliquant près de 50% de l'inflation totale.



Sources : INEGI, Crédit Agricole SA/ECO



Sources : INEGI, Crédit Agricole SA/ECO

Beaucoup de chiffres (un peu rébarbatifs) pour simplement signaler *in fine* que, si le niveau de l'inflation est inquiétant, c'est bien plus la résistance des prix des biens qui doit émouvoir. Capables de témoigner de leur résistance à un choc dépressif massif, ils pourraient témoigner d'une certaine « inertie » au sortir de la crise même à supposer que se soient dissipées les pressions en amont (énergie, goulets d'étranglement). La dernière hausse de taux (50 points de base à 5,50%) se fonde sur l'évaluation par la Banque centrale³ « de l'ampleur et la diversité des chocs qui ont affecté l'inflation et les facteurs qui la déterminent, ainsi que le risque de

contamination à la formation des prix et les défis posés par le durcissement continu des conditions monétaires et financières mondiales ». Le durcissement monétaire nécessaire à la convergence de l'inflation vers la cible de (3%, +/- 1 p.p.) a de beaux jours devant lui. Il ne risque pas d'être perturbé par la décélération attendue de la croissance. À cet égard, le FMI estime la croissance à 5,3% en 2021 et revoit sa prévision 2022 à la baisse à 2,8% (soit 1,2 p.p. de moins que le rythme prévu en octobre, en sympathie avec la révision de même ampleur aux États-Unis à 4%)

¹ Inflation moyenne annuelle (%), Source : INEGI)

	Totale	"Core"	Biens	Services	Pdts alimentaires	Energie	Prix à la P ²
2020	3,4	3,8	4,7	2,7	7,3	-1,3	4
2021	5,7	4,7	6,1	3,1	7,2	10,2	5,9

² Les prix « *core* » et « *non core* » entrent à hauteur de, respectivement, 75,6% et 24,4% dans l'indice des prix. Les prix « *core* » sont composés de biens (39,2%) et de services (36,4%). Les prix « *non core* » intègrent l'alimentation (produits frais, 10,2%) et le binôme énergie/tarifs réglementés (14,2% dont près de 10% pour le poste énergie seul). Les différences

essentielles par rapport à l'indice d'un pays avancé (on retient la zone euro et la nomenclature OCDE) tiennent essentiellement à la surpondération de la composante « Alimentation » (28,5% au Mexique contre 21,8% en zone euro) aux dépens des postes « Loisirs et culture » (4,9% contre 8%) et « Biens et services divers » (4,7% contre 10%).

³ Compte rendu du Conseil d'administration de Banco de México (décision de politique monétaire annoncée le 16/12/2021, compte-rendu publié le 06/01/2022).

Moyen-Orient et Afrique du Nord

Jordanie : une stabilisation économique bienvenue, compte tenu du surendettement

La Jordanie a vu son environnement économique se détériorer significativement ces dernières années, et la crise du coronavirus a contribué à accentuer les difficultés financières du pays en 2020, ainsi que l'année dernière.

Si la situation sanitaire a été relativement bien gérée, le pays affronte néanmoins début 2022 une vague de reprise des contaminations due au variant Omicron. Au total, 12% de la population a été contaminée depuis deux ans et le pays déplore 13 000 morts, soit 0,13% de sa population de 10,2 millions d'habitants. Une statistique plutôt meilleure que la plupart des pays d'Europe, mais qui pourrait se détériorer, si la pandémie n'est pas mieux maîtrisée dans les prochaines semaines.

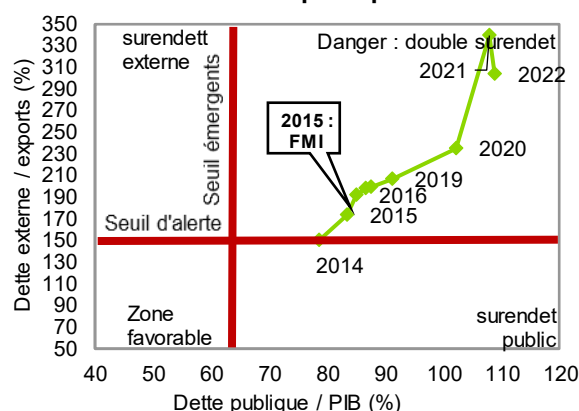
En termes économiques, la crise sanitaire a eu des effets somme toute assez contenus sur l'activité, puisque la récession n'a été que de 1,6% en 2020 (seul le deuxième trimestre a été en récession), une bonne performance à comparer à la contraction moyenne de 4,5% des pays du Moyen-Orient. Grâce à une reprise estimée à 2% en 2021, le pays a sans doute retrouvé son niveau de PIB d'avant-crise dès le quatrième trimestre de l'année dernière. Après trois années très difficiles, en partie liées aux guerres régionales et à l'embargo contre le Qatar, la production industrielle montre de la vigueur en 2021 : elle devrait progresser de 6% et semble également bien orientée pour l'année 2022. L'activité touristique, l'un des moteurs de l'économie jordanienne, représentant 15% du PIB avec plus de 5 millions de touristes en 2019, se redresse lentement après l'effondrement de 2020 (800 000 touristes seulement). L'année 2021 devrait voir un peu moins de 4 millions d'arrivées de touristes et l'année 2022 retrouver l'activité pré-Covid, si le variant Omicron est plus contenu. Cela sera nécessaire pour compenser le déficit commercial des biens qui se creuse de plus de 29% en 2021 par rapport à l'année 2020, où les importations avaient chuté et où les prix du pétrole étaient beaucoup plus bas (le pays importe la totalité de ses besoins énergétiques). Au total en 2022, le PIB devrait donc croître de 2,4%, une performance qui devrait se poursuivre en 2023.

Compte tenu de la bonne maîtrise historique de l'inflation, celle-ci devrait aussi rester contenue en raison du régime de change fixe au dollar qui évite l'inflation importée.

En ce qui concerne les déficits jumeaux, ceux-ci restent trop élevés en 2021, compte tenu du plan de soutien de l'État et de la hausse du prix de l'énergie importée. Toutefois, ils sont stabilisés et baissent progressivement. Le déficit budgétaire devrait passer de 7% à 6% du PIB entre 2021 et 2022 et le déficit courant de 8% à 5% du PIB.

Malgré cette tendance à la baisse des déficits, le surendettement du pays reste très préoccupant. La dette publique (élargie) a dépassé le seuil de 100% du PIB en 2021 : elle atteint 107% de la richesse annuelle nationale. La crise a fait progresser ce ratio de 17 points de PIB, l'une des augmentations les plus fortes de la région Moyen-Orient – Afrique du Nord. De plus, la dette externe s'élève à 36 milliards de dollars à mi-2021, soit 89% du PIB et représente plus de trois fois les recettes d'exportation. Un montant très au-delà des seuils d'alerte pour les pays émergents. Toutefois, les réserves en devises restent à un niveau correct à 15,3 milliards de dollars, dont 3 d'aide en provenance du FMI. Cela représente neuf mois d'importations, un coussin de sécurité assez confortable (et essentiel) pour maintenir la parité du dinar au dollar américain.

Jordanie : dettes publique et externe



Sources : Banque centrale, EIU, Min Fin, Crédit Agricole SA

Sur le plan social, la situation reste tendue : le chômage est en baisse en 2021, mais reste à des niveaux préoccupants : il est de 23,2% à septembre 2021 et d'environ le double pour le chômage des jeunes.

Relativement préservé de la contagion de la crise libanaise, le pays va aussi bénéficier en 2022 d'un environnement géopolitique régional un peu meilleur.

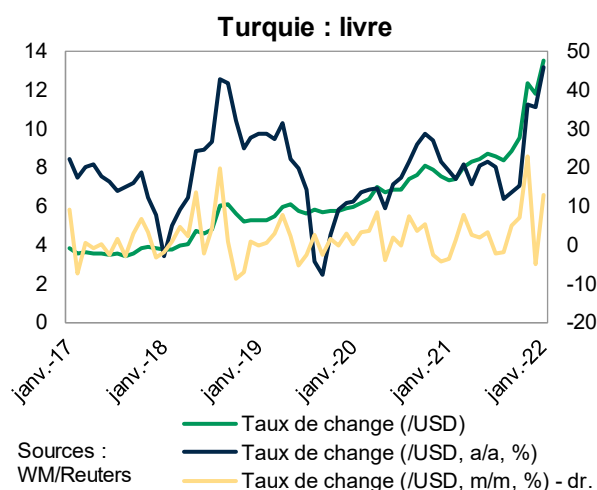
Notre opinion – Le pays devrait rester au centre des attentions tant des pays voisins que de la « communauté internationale » pour qui cet îlot de stabilité politique est essentiel au Moyen-Orient. Il est aussi aidé en raison de son rôle important dans l'accueil des réfugiés syriens sur son territoire. La Jordanie est un pays qui bénéficie d'une rente géopolitique récurrente depuis de nombreuses années.

Europe centrale et orientale, Asie centrale

Turquie : la crise, derrière l'apesantement

Et à présent ? Que va-t-il se passer en Turquie ? C'est la vraie question, parce que la crise n'est bien sûr pas finie : elle s'est pour l'instant déployée dans le domaine monétaire et sur le taux de change, mais les canaux de transmission à l'économie réelle, voire au risque souverain, sont en train de prendre de l'épaisseur et risquent donc de devenir de plus en plus visibles dans les mois à venir. Depuis mi-décembre, le pays est cependant dans une sorte d'apesantement économique, politique et sociale grâce à des mesures de garantie de dépôt contre la dépréciation accélérée du change. Apesantement cependant redoutable car elle ne règle rien des problèmes.

Du côté monétaire, les chiffres donnent la sensation d'être dans les années 2000 : hausse de l'inflation en décembre, à 36,1% pour les prix à la consommation et à 79,9% pour les prix à la production. Comment ne pas en conclure que le travail d'ancrage des anticipations qui avait été fait justement après la crise des années 2000 a certainement, désormais, volé en éclats... À ce niveau de forte inflation, les mécanismes d'anticipation, d'indexation et au fond, de confiance, vont donc jouer à plein leur petite musique auto-réalisatrice. C'est de ce côté-là qu'il faut surveiller les signaux de choc possible.



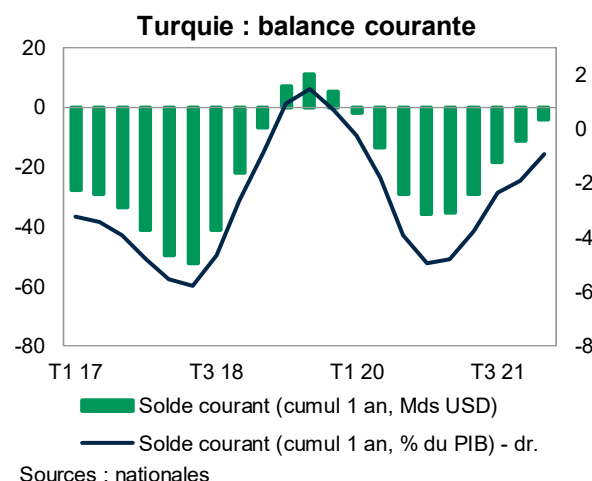
De fait, les mesures de décembre visaient justement à éviter la fuite de l'épargne et donc une crise de confiance dont les prémices sont déjà visibles dans une accélération de la dollarisation des dépôts, qui atteint 60%. La capitalisation du secteur bancaire reste cependant correcte et la confiance des agences de *rating* à peu près intacte sur ce point. C'est important pour la notation du pays. Mais la qualité des actifs va se dégrader cette année avec le ralentissement de la croissance qui s'annonce.

Le désancrage monétaire

En effet, l'explosion de la hausse des prix est en train d'écraser le pouvoir d'achat des ménages, d'autant que, malgré les taux d'intérêt réels très négatifs, le

crédit à la consommation se contracte, avec des taux de marché élevés qui ne suivent que très lentement la baisse des taux directeurs. Le moteur de la consommation privée, habituellement si robuste en Turquie, est donc appelé à se contracter en 2022, et le FMI prévoit une croissance ramenée de 11,2% en 2021 à 3,3%. Heureusement, la croissance turque pourra néanmoins encore compter sur le moteur des exportations, boostées par la dépréciation du change, ainsi que sur de bons chiffres du tourisme qui vont eux aussi surfer sur la faiblesse de la livre. Ces deux points vont également jouer favorablement sur le solde courant, qui, en revanche, va souffrir de la hausse des prix de l'énergie.

La crise de confiance sur l'épargne a donc été momentanément évitée et les mesures de garantie de dépôt ont également rassuré les marchés, permettant à la livre de se réapprécier entre mi-décembre et mi-janvier. À cela s'ajoute la forte confiance de ces derniers dans la résilience des grands *corporates* turcs, qui bénéficient souvent d'une couverture naturelle de leur taux de change grâce à leurs activités d'exportation. L'inquiétude est donc encore limitée quant à leur solvabilité à court terme, et les taux de *roll-over* de la dette restent corrects. Mais la situation se dégrade car les canaux de transmission d'une éventuelle crise de liquidité sont en train de se multiplier dans ce pays : le temps, en économie, n'est pas neutre, et la crise turque qui s'étale en fait sur plusieurs années, faite de hauts et de bas permanents, est en train de déformer peu à peu les structures profondes de cette économie. Ce à quoi s'ajoutent les effets d'une remilitarisation progressive du tissu économique et institutionnel.



De nouveaux canaux de transmission de crise

Du côté de l'État tout d'abord. Certes, les équilibres budgétaires restent corrects et la dette publique limitée, mais la tendance est mauvaise : la dette est passée de 27% en 2016 à 39,5% l'an dernier.

Surtout, l'exposition au risque de change a augmenté, avec 60% de cet endettement désormais en devises, contre 40% en 2018. À noter que 60% seraient portés par les banques locales (statistique à prendre avec précaution), ce qui, en plus des dépôts obligatoires des banques, tisse des liens de plus en plus étroit entre solvabilité publique et stabilité du secteur financier. Tout cela dans un contexte où le coût du schéma d'assurance des dépôts est difficile à estimer, et peut aussi, à terme, représenter un point de risque pour la confiance.

Au final, tout cela n'arrange évidemment pas le diagnostic souverain, déjà plombé par l'inquiétude des marchés quant au niveau réel des réserves de change de ce pays. Facialement, les réserves brutes seraient de l'ordre de 116 milliards de dollars, mais appuyées sur une politique d'accords de *swaps* de plus en plus active, avec de plus en plus de pays. Cette stratégie est déjà ancienne, commencée avec la Chine en 2012, déployée depuis avec la Corée, le Qatar et les Émirats. Se profilent aussi l'Azerbaïdjan ou le Turkménistan... Mais ces accords jouent un rôle dangereux, car s'ils semblent conforter la

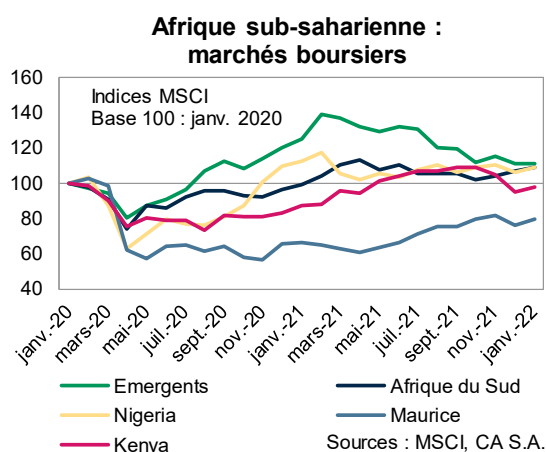
liquidité du pays, puisqu'on les additionne aux réserves, ils sont généralement en devises locales, destinés au départ à stimuler les flux commerciaux bilatéraux... En fait, l'opération d'habillage des ratios de liquidité turcs sert surtout à camoufler un niveau de réserves nettes toujours négatif et des réserves brutes qui, quoi qu'il en soit, ne représentent que 88% des besoins de refinancement à court terme pour 2022. La Turquie marche toujours sur un fil, fragile, tissé de la confiance volatile des marchés.

Donc que conclure ? En premier lieu, à l'évidence, que la nouvelle théorie monétaire turque semble un échec : la baisse des taux de 500 points de base en 2021 est surtout en train de nourrir un énorme désancrage monétaire, dont les effets négatifs effacent les effets positifs de la relance des exportations. Dans un tel contexte, l'investissement risque de peiner à profiter des taux réels négatifs. En second lieu, tout cela signifie surtout que la boussole politique de ce pays semble dérégulée depuis longtemps, mais que c'est elle qui emporte toutes les autres variables. Le point d'arrivée de la crise sera social, puis politique.

Afrique sub-saharienne

👉 La plupart des marchés boursiers de l'Afrique sub-saharienne de retour à leur niveau pré-pandémie

À la fin de l'année 2021, la plupart des grands marchés boursiers du continent africain ont retrouvé leur niveau antérieur à la crise pandémique. En cela, ils convergent avec la situation des émergents pris dans leur ensemble (*via* les indices MSCI), après que l'indice composite pour ce groupe de pays a corrigé durant le second semestre.



La performance des marchés boursiers d'Afrique sub-saharienne l'année dernière correspond en partie à un rattrapage suite à l'année 2020. Par ailleurs, les politiques monétaires accommodantes dans de nombreux pays de la zone ont aussi favorisé les valorisations d'actifs.

Mais les places africaines ont également profité de la reprise générale de l'activité. En zone UEMOA, par exemple, l'indice de la Bourse régionale des

valeurs mobilières (BRVM), basée à Abidjan et commune aux huit membres de l'union, a progressé de 39%. L'indice global a notamment été tiré par la très forte progression des cours des entreprises du secteur industriel, alors que la croissance économique en UEMOA a été l'an dernier de 5,5%,

Certains pays tirent aussi parti de secteurs qui ont enregistré de très bonnes performances, tels que celui des matières premières. L'indice MSCI pour l'Afrique du Sud profite ainsi de la présence parmi les composantes de l'indice de plusieurs entreprises du secteur (notamment dans l'or, le platine, etc.). De même, l'effet de la remontée des cours du pétrole sur l'année a bénéficié aux marchés des pays pétroliers du continent, notamment au Nigéria.

À l'inverse, l'indice pour Maurice reste inférieur de 20% à son niveau pré-pandémie. Le retard dans la reprise du tourisme (près d'un cinquième du PIB du pays) pèse sur le sentiment des investisseurs.

La performance des indices de la sphère financière ne fournit néanmoins qu'une information très partielle sur la conjoncture d'un pays. Cela est d'autant plus vrai lorsqu'une dévaluation dope artificiellement les prix des actifs, des actions à des prix relativement plus faibles attirant alors des investisseurs étrangers. Compte tenu de l'évolution de certaines devises africaines (naira nigérian ou cedi ghanéen, notamment), la performance de certains indices pourrait de fait être partiellement affectée par cette évolution des taux de change.

Burkina Faso : nouveau coup d'État militaire en Afrique de l'Ouest

Le président du Burkina Faso, Roch Marc Christian Kaboré, a été renversé ce lundi par un groupe de militaires. Une junte, qui se présente comme le Mouvement patriotique pour la sauvegarde et la restauration (MPSR), contrôle désormais le pays avec à sa tête le lieutenant-colonel Paul-Henri Sandaogo Damiba.

Dès dimanche, des mutineries avaient éclaté dans plusieurs camps militaires du pays. Les soldats réclamaient davantage de moyens et des changements à la tête des forces armées.

La dégradation continue de la situation sécuritaire dans le pays, avec une recrudescence des attaques des groupes armés opérant au Sahel, nourrit depuis des années le ressentiment de la population comme

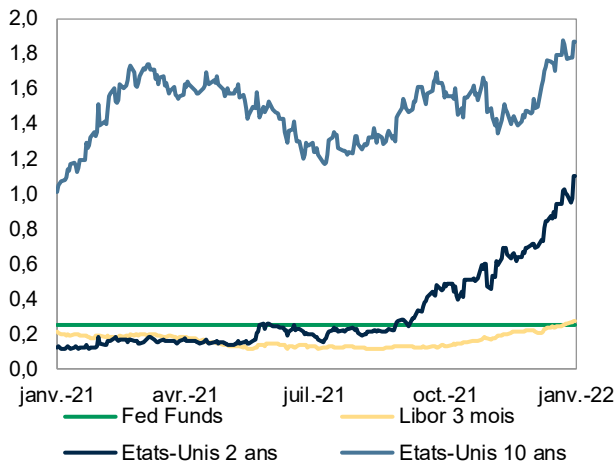
des soldats. En novembre dernier, cinquante-trois gendarmes avaient été tués lors d'une attaque. Des ONG estiment que plus d'un million de Burkinabés (sur une population de 20 millions d'habitants) sont déplacés à cause des violences.

Après le Mali et la Guinée (auxquels le Tchad peut être ajouté), le Burkina Faso est le troisième pays d'Afrique de l'Ouest à connaître une prise de pouvoir par l'armée ces derniers mois. Le retour des putschs dans la région se fait alors que l'équilibre stratégique évolue, avec d'une part la volonté française de réduire son implication militaire et, d'autre part, l'irruption de nouveaux acteurs étrangers, tels que la Russie.

Tendances à suivre

Taux d'intérêt en dollar américain

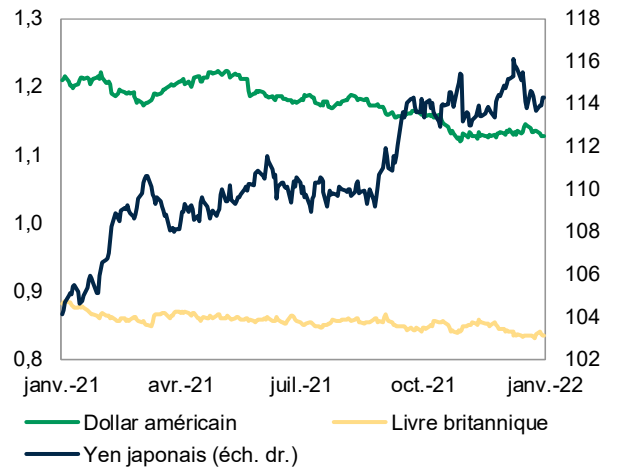
%, interbancaire (Londres) et souverains (États-Unis)



Source : Thomson Reuters

Taux de change des principales devises

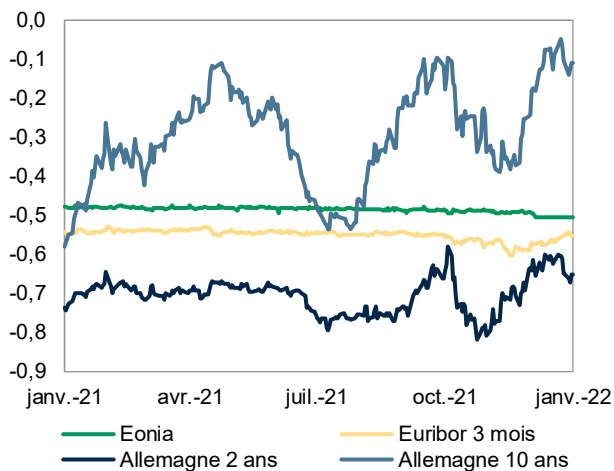
EUR/USD, EUR/GBP et USD/JPY



Source : Thomson Reuters

Taux d'intérêt en euro

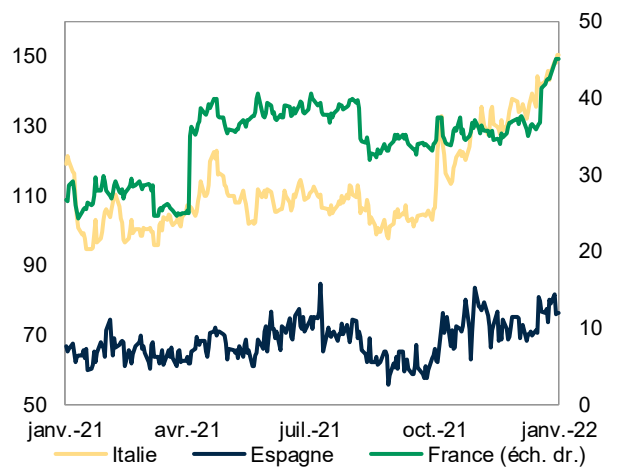
%, interbancaires (Londres) et souverains (Allemagne)



Source : Thomson Reuters

Spreads souverains européens avec le Bund

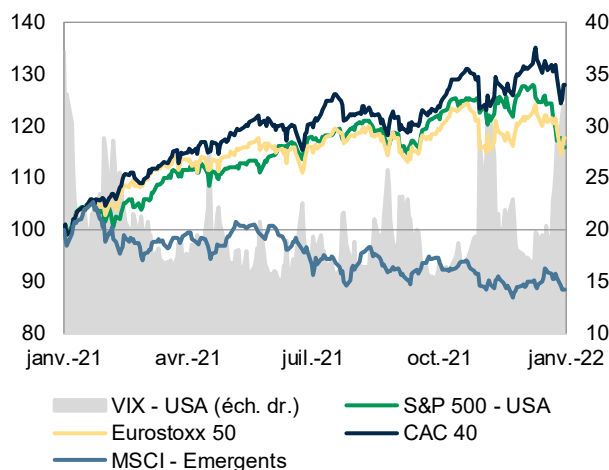
Pdb, dette en EUR à dix ans



Source : Thomson Reuters

Marché actions

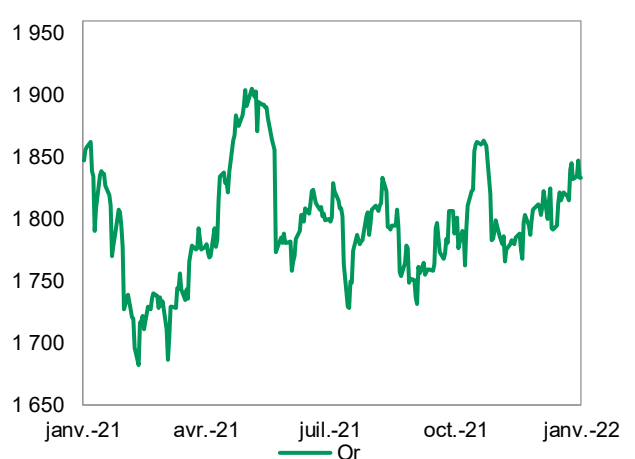
Indice boursiers (100 = début de période) et volatilité VIX



Source : Thomson Reuters

Cours de l'once d'or

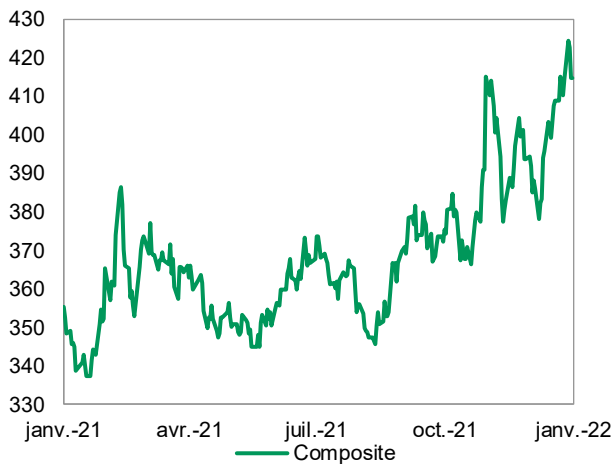
USD/Once troy (Londres)



Source : Thomson Reuters

Spreads souverains émergents avec le T-Bond

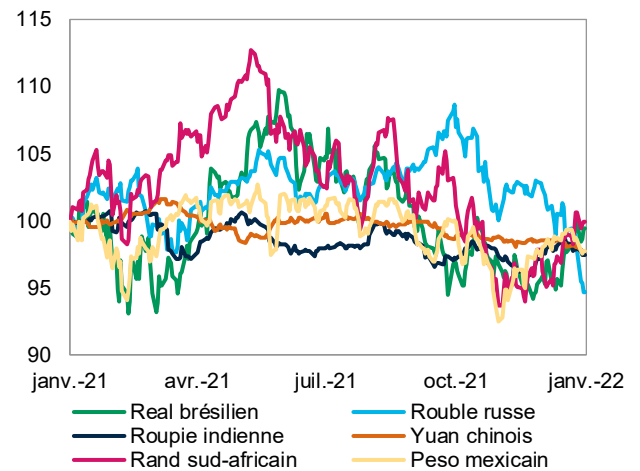
Indices EMBI+ (pdb, dette en USD de plus d'un an)



Source : JP Morgan

Devises émergentes

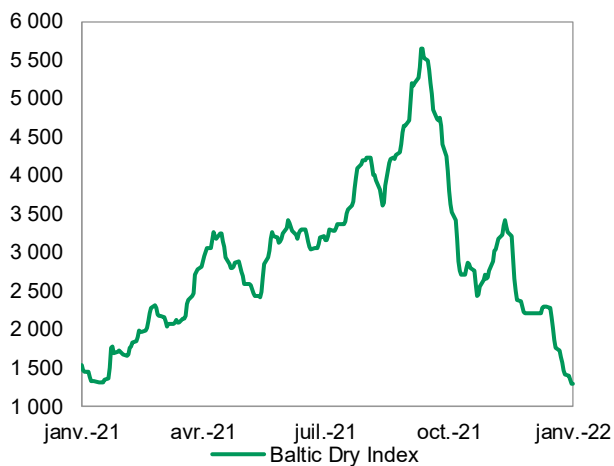
/USD (indice 100 = début de période)



Source : Thomson Reuters

Coût du transport maritime de vrac sec

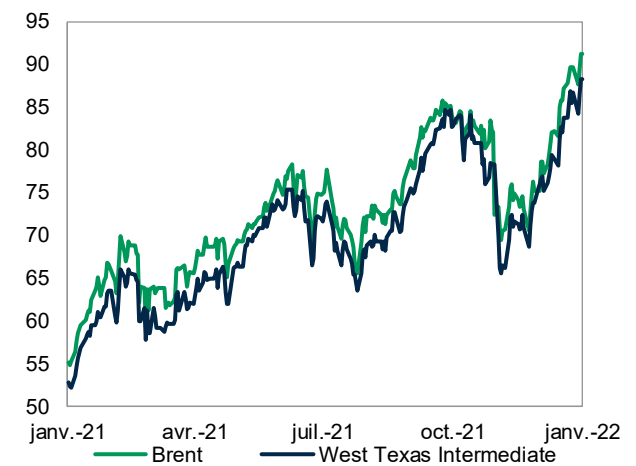
Baltic Dry Index (USD/point)



Source : Baltic Exchange

Cours du baril de pétrole brut en USD

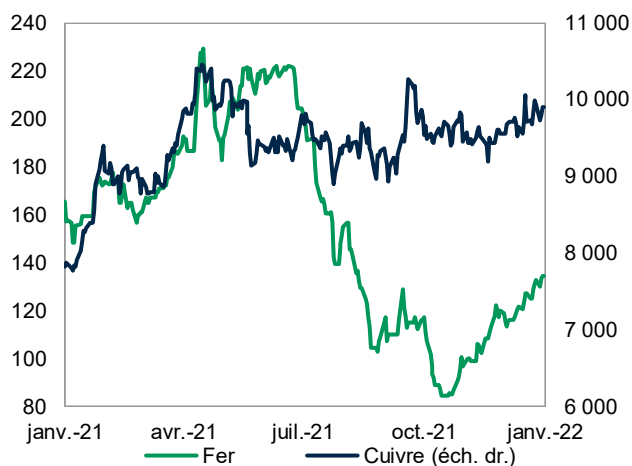
Brent (mer du Nord) et WTI (golfe du Mexique)



Source : Thomson Reuters

Cours des métaux

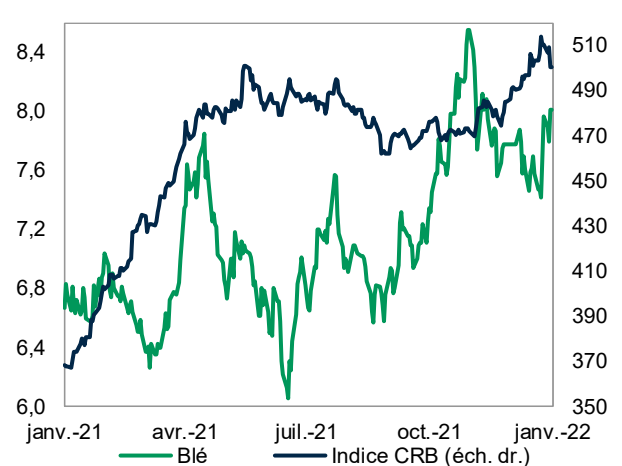
USD/tonne métrique



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
25/01/2022	Russie, États-Unis, Ukraine – Le moment Cuba	Ukraine
25/01/2022	Royaume-Uni – Scénario 2021-2023 : une nouvelle année de défis	Royaume-Uni
25/01/2022	Europe – Et si, finalement, 2022 était une bonne année ?	Europe
24/01/2021	Chine – 2022, ou la lutte annoncée de la structure et de la conjoncture	Chine
21/01/2022	Monde – L'actualité de la semaine	Monde
21/01/2022	Le recyclage des métaux indispensable à la transformation de l'économie	Sectoriel
20/01/2022	Afrique sub-saharienne – Une année 2022 riche en défis	Afrique
20/01/2022	Les champions français de l'ordinateur quantique	Sectoriel
20/01/2022	Italie – scénario 2021-2023 : garder le cap	Italie
20/01/2022	Fintech Outlook T4 et Bilan 2021 – La célébration !	Fintech, banque
19/01/2022	Brésil – L'optimisme (timidement)	Amérique latine

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 BENADJAOUD, 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 : Fabienne PESTY

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

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

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

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

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