

Perspectives

Hebdomadaire – N°22/046 – 4 février 2022

MONDE – L'actualité de la semaine

☞ C. Lagarde s'exprime et trouble les marchés	2
☞ BCE : entre la lettre et l'esprit, les marchés achètent l'esprit	3
☞ France : l'inflation accélère légèrement en janvier	5
☞ Zone euro : le PIB à 0,3% au T4 2021	5
☞ Allemagne : des perspectives encourageantes dans l'industrie au T1	6
☞ Italie: un début d'année compliqué après une croissance record en 2021	7
☞ La BoE à la conquête du temps perdu	9
☞ Corée : l'insolente santé de l'économie coréenne	12
☞ Mexique : élève sérieux et appliqué	14
☞ Tunisie : de Charybde en Scylla ?	16
☞ Ukraine : l'hiver de la grande incertitude	17
☞ Togo : le programme FMI attendu dans l'année orientera la trajectoire des finances publiques	18
☞ Mali : défaut de paiement sur des bons en CFA suite aux sanctions de la CEDEAO	19

C. Lagarde s'exprime et trouble les marchés

Les marchés financiers se sont concentrés sur le rythme de la reprise économique, l'accélération de l'inflation (avec une attention particulière), les signaux de resserrement des politiques monétaires (émanant cette semaine de la BCE en la personne de C. Lagarde).

Aux États-Unis, l'indice ISM d'activité manufacturière de janvier est tombé à son plus bas niveau (57,6 points) depuis novembre 2020, mais signale néanmoins un rythme d'expansion toujours élevé. Le regain épidémique lié au variant Omicron est venu perturber l'organisation des entreprises et des écoles, affaiblissant quelque peu les perspectives de croissance du premier trimestre. Les chiffres mensuels sur l'emploi non agricole ont été meilleurs qu'attendu, affichant 467 000 créations d'emplois en janvier en contradiction avec le recul annoncé plus tôt dans la semaine par l'enquête ADP, qui fait état de destructions d'emplois notamment dans les secteurs des loisirs et de l'hôtellerie. Cette résilience du marché du travail confirme la solidité de la reprise américaine après l'annonce la semaine dernière de « hausses de taux appropriées » envisagées par la Réserve fédérale pour les tout prochains mois.

En zone euro, la croissance du PIB s'est affaiblie au quatrième trimestre, à +0,3% en variation trimestrielle, sous l'effet de la diffusion plus précoce du nouveau variant sur le continent européen. La croissance annuelle de la zone bénéficie néanmoins d'un vigoureux rebond de +5,2% en 2021, permettant au PIB d'enfin retrouver son niveau d'avant-crise.

En zone euro toujours, l'inflation s'est hissée en janvier à un plus haut niveau historique, atteignant 5,1% sur un an, à contrepied du consensus qui anticipait une baisse à 4,4% après 5% en décembre. Cette hausse reflète essentiellement une contribution plus forte de l'énergie et des biens alimentaires, tandis que les biens industriels et les services ont moins pesé sur l'évolution de l'indice global. Seul, ce chiffre n'invalide pas l'idée d'une inflation encore temporaire bien que très élevée.

Et pourtant, si la BCE n'a décidé d'aucun changement dans sa politique monétaire, sa présidente a néanmoins reconnu que les risques pesant sur les perspectives d'inflation étaient davantage orientés à la hausse et a pris soin de gommer dans son communiqué, l'assertion des précédentes allocutions selon laquelle « une hausse des taux cette année était très improbable ». Un changement de ton résolument plus « *hawkish* » pouvant suggérer une prochaine accélération du resserrement quantitatif, voire pour les plus téméraires une porte ouverte à une hausse des taux dès l'an prochain. Le sentiment que d'autres annonces plus explicites suivront

probablement en mars perdure chez les investisseurs.

Au Royaume-Uni, la *Bank of England* a annoncé une nouvelle hausse de son taux directeur de 25 points de base pour le porter à 0,5%, certains membres du comité plaidant même pour une hausse plus substantielle encore de 50 points de base. Il s'agit de sa deuxième intervention en trois mois, un resserrement de politique monétaire avant tout motivé par le niveau élevé de l'inflation qui ronge le pouvoir d'achat des ménages. L'inflation pourrait en effet culminer à plus de 7% au printemps prochain, selon ses estimations et les pressions salariales pourraient s'accroître davantage. La BoE a par ailleurs confirmé qu'elle entamait dorénavant sa réduction de rachats d'obligations d'État mais aussi de titres d'entreprises. Elle s'est de surcroît dite prête à des resserrements additionnels ultérieurs, sous-entendant que d'autres mesures suivront probablement.

Les marchés actions mondiaux avaient débuté la semaine sur des gains notables à la faveur des premiers résultats des « *Big Tech* » (valeurs technologiques), encourageant les investisseurs à davantage d'appétit pour le risque jusqu'à l'annonce jeudi des résultats décevants de *Meta Platforms*, ex-Facebook. L'indice S&P500 réussit à minimiser les pertes et achève la semaine sur une performance de 1%, tandis que l'Eurostoxx50 accuse un recul de 1,3%.

Les marchés obligataires ont fait l'objet de multiples tensions dans le sillage des communiqués des grandes banques centrales. Ainsi, le rendement obligataire du Bund allemand à deux ans a fait un bond de 33 points de base en réaction à la tonalité plus agressive de la BCE, tandis que celui de maturité plus longue (à dix ans) s'est relevé de plus de 25 points, basculant de nouveau en territoire positif. Simultanément, ayant déjà intégré le virage de politique monétaire de la Fed, les rendements américains de mêmes échéances n'ont que « modestement » progressé (de 13 points tout de même). Les primes de risque italienne et espagnole face au Bund se sont franchement écartées, de respectivement 20 et 10 points, tandis que la prime de risque française s'est réduite de 2 points.

Sur le marché des changes, la devise européenne s'est fermement appréciée face au dollar (+2,6% sur la semaine), suite aux propos de Christine Lagarde.

Enfin, le prix du baril de Brent en mer du Nord a augmenté de 3,2% sur fond de tensions accrues aux frontières Est de l'Europe.

Éditorial

BCE : entre la lettre et l'esprit, les marchés achètent l'esprit

Les récentes surprises à la hausse de l'inflation de décembre (5% sur un an), et davantage encore de janvier (5,1%), ont renforcé le camp des « faucons » au sein de la BCE. Les positions de la *Federal Reserve* et de la Banque d'Angleterre, qui continuent de durcir le ton et de se montrer de plus en plus agressives envers l'inflation, ajoutent de la pression sur le Conseil des gouverneurs.

Aucune décision n'était attendue à l'issue de la réunion du Conseil des gouverneurs du 3 février. En revanche, la BCE était très attendue sur son diagnostic d'inflation après le nouveau record de janvier avec des questions autour du degré de persistance de l'inflation, de l'impact sur les anticipations et sur ses futures prévisions (attendues en mars) pour finalement discerner une éventuelle bascule du débat au sein du Conseil.

La lecture littérale de la décision de politique monétaire ne donnait que peu d'indications puisqu'elle est quasi identique à celle de décembre :

- ✓ Les achats nets d'actifs, dans le cadre du programme d'urgence PEPP, se poursuivront au premier trimestre 2022 à un rythme inférieur à celui du trimestre précédent et ils seront interrompus fin mars 2022. Les remboursements des titres arrivant à échéance seront réinvestis au moins jusqu'à la fin 2024.
- ✓ Les achats nets mensuels, dans le cadre de l'APP, seront de 40 milliards d'euros au deuxième trimestre 2022 et de 30 milliards au troisième trimestre ; à compter d'octobre, le rythme mensuel baissera à 20 milliards d'euros.
- ✓ Les achats se poursuivront aussi longtemps que nécessaire pour renforcer les effets accommodants des taux d'intérêt directeurs.
- ✓ Le Conseil mettra fin aux achats nets peu de temps avant de commencer à relever les taux d'intérêt directeurs ;
- ✓ La totalité des réinvestissements des remboursements des titres arrivant à échéance dans le cadre de l'APP se poursuivront pendant une période prolongée après la date à laquelle les taux d'intérêt directeurs seront relevés ;
- ✓ Les taux d'intérêt directeurs de la BCE resteront à leurs niveaux actuels ou à des niveaux plus bas jusqu'à ce que l'inflation atteigne 2% bien avant la fin de l'horizon de projection et durablement sur le reste de l'horizon de projection, et que les progrès de l'inflation sous-jacente soient

compatibles avec une stabilisation de l'inflation à 2% à moyen terme.

L'esprit et le sens des débats au sein du Conseil sont en revanche apparus plus évidents lors de la conférence de presse dans la déclaration de politique monétaire explicitant les raisons qui sous-tendent ces décisions, et surtout au cours de la séance de questions-réponses.

Si les risques pesant sur les perspectives économiques sont considérés globalement comme équilibrés à moyen terme, les risques pesant sur les perspectives d'inflation sont orientés à la hausse, particulièrement à court terme.

La croissance de l'activité est encore contrainte par les mesures de restriction dans les services, par les goulets d'étranglement dans la production de biens intermédiaires et potentiellement par les effets négatifs de l'inflation sur la consommation et l'investissement.

Même si la BCE attend un rebond de la demande intérieure de la zone euro au deuxième semestre de cette année, elle caractérise le contexte actuel comme étant dominé par un choc négatif temporaire d'offre plus que par un choc positif temporaire de demande.

Dans ces conditions, une banque centrale devrait s'abstenir d'agir, sauf si le choc d'offre était jugé permanent et capable de modifier le régime inflationniste. La BCE signale en effet que le choc d'inflation est principalement exogène (50% de la hausse de l'inflation étant imputable à celle de l'énergie) et qu'il ne s'est pas transformé à ce stade en dynamique endogène d'inflation. Certes, les hausses de prix en amont se transmettent progressivement aux prix des biens et services, mais la dynamique des salaires, notamment des salaires négociés, est restée très modeste jusqu'à l'automne dernier (dernières données disponibles).

C. Lagarde affirme, lors de sa conférence de presse, que l'inflation s'approche de la cible dans le moyen terme compte tenu de la situation favorable du marché du travail, de la diffusion de l'inflation dans toutes ses composantes et de la remontée des anticipations d'inflation.

Elle annonce donc une discussion en profondeur sur les perspectives d'inflation en amont de la publication des nouvelles prévisions d'inflation en mars lors de la prochaine réunion des gouverneurs. Ces prévisions devraient être fortement revues à la hausse, la BCE (3,2% en 2022 et 1,8% en 2023)

étant bien en deçà du consensus dans ses prévisions de décembre.

Nous avons, de notre côté, révisé à la hausse nos prévisions d'inflation sous l'effet de prix de l'énergie plus élevés, d'un changement des pondérations des composantes de l'indice des prix attribuant plus de poids à l'énergie, des tensions sur les biens alimentaires et des effets de second tour visibles sur les biens et les services. Nous prévoyons donc une inflation à 4,7% en 2022 (contre 3,2% auparavant) et 1,9% en 2023 (contre 1,8% auparavant).

En répétant aussi que son guidage des anticipations est conditionné notamment par les données, C. Lagarde laisse entendre un durcissement de l'orientation des positions au sein du Conseil à la lumière des derniers chiffres d'inflation. D'ici le mois de mars, les données disponibles risquent de fournir des informations toujours contradictoires. D'un côté, les données du quatrième trimestre 2021 sur les salaires négociés ne devraient pas faire ressortir de hausse significative, de l'autre, l'inflation restera élevée et les salaires effectifs seront poussés à la hausse par des facteurs ponctuels, des effets de base, des primes temporaires, l'ajustement des heures travaillées.

Ce sera donc la subjectivité qui prévaudra dans l'interprétation des données. La conditionnalité explicitée par le guidage des anticipations demande que :

- ✓ L'inflation atteigne 2% bien avant la fin de l'horizon de projection et durablement sur le reste de l'horizon de projection. Cet objectif paraît plus facilement atteignable du fait de la plus forte persistance de l'inflation.

- ✓ Les progrès de l'inflation sous-jacente soient compatibles avec une stabilisation de l'inflation à 2% à moyen terme. Cet objectif requiert une fermeture rapide de l'écart de production négatif (prévue en 2022) et le maintien d'une trajectoire de croissance soutenue, supérieure au rythme potentiel sur tout l'horizon de prévision.

La capacité de l'économie de la zone euro à atteindre ce dernier objectif est encore incertaine. Mais, cette incertitude fournit une fenêtre d'opportunité pour les gouverneurs qui sont les plus mal à l'aise avec les considérations de stabilité financière et de dominance budgétaire pour sortir d'une politique très accommodante.

Ce biais a bien été perçu par les marchés. Si C. Lagarde a été plutôt rassurante sur le maintien de la séquence qui voit une fin des achats avant la hausse des taux, sa phrase concernant le délai entre les deux, qui pourrait être plus court qu'initialement prévu, a fait son effet.

Le rendement du souverain allemand est remonté de 10 points de base et la prime de risque du souverain italien a augmenté de 10 points de base à la clôture du marché jeudi soir.

Concernant les TLTRO III, les conditions très favorables prennent fin en juin 2022. Le Conseil ne semble pas avoir avancé dans sa décision sur un éventuel report du dispositif et renvoie à mars ou juin prochain pour éclairer sa stratégie. Nous prévoyons une remontée plus graduelle du taux de -1% à 0,5% entre juin et décembre 2022 et l'annonce d'une nouvelle série de TLTRO avec des conditions similaires à celles des TLTRO II.

Zone euro

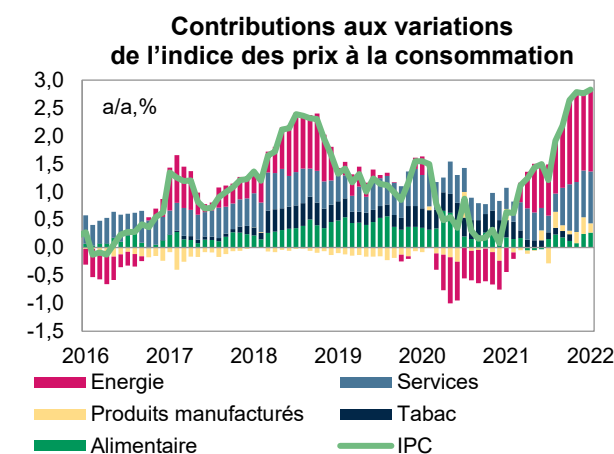
France : l'inflation accélère légèrement en janvier

Toujours portée en premier lieu par la hausse des prix de l'énergie, l'inflation IPC atteint 2,9% sur un an au mois de janvier, après +2,8% aux mois de novembre et de décembre.

Les prix de l'énergie augmentent notamment de 19,7% sur un an, suite à la nouvelle hausse du prix du baril de Brent au mois de janvier. Les très fortes hausses de prix de marché du gaz ont en revanche été neutralisées pour les consommateurs depuis le mois d'octobre 2021 (par un gel des prix), tandis que les tarifs réglementés de l'électricité augmenteront de façon limitée, de 4% au mois de février et seront ensuite gelés jusqu'en fin d'année 2022. Si elle ne représente que 8,8% du panier de consommation en biens et services des ménages, l'énergie contribue pour moitié à la hausse du niveau des prix.

En ce qui concerne les autres postes, le prix des services est en hausse de 2% sur un an. Le prix des biens alimentaires progresse de 1,5% sur un an après 1,4% en décembre. L'inflation sur les biens manufacturés ralentit nettement, en revanche, à

+0,6% sur un an, contre +1,2% en décembre, en lien avec le décalage des soldes d'hiver par rapport à l'année dernière, un contrecoup devrait donc avoir lieu en février.

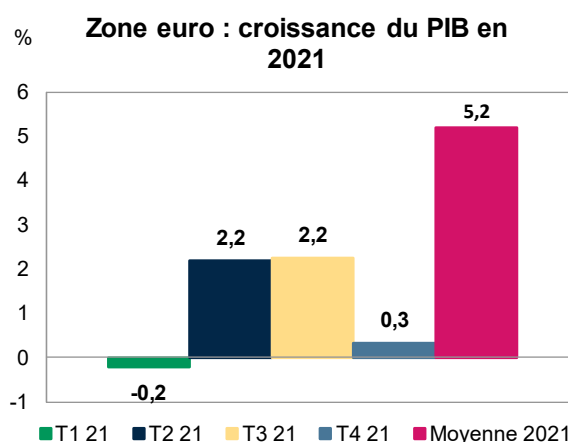


✓ Notre opinion – L'inflation devrait rester élevée encore plusieurs mois, toujours portée en premier lieu par la hausse des prix de l'énergie. Elle devait être supérieure à 3% entre février et juillet prochain. Avec une stabilisation du prix du baril de Brent et la neutralisation des hausses de prix du gaz et de l'électricité, les effets de base liés à la hausse des prix de l'énergie disparaîtraient en fin d'année et l'inflation repasserait à un niveau proche de 2% en glissement annuel au quatrième trimestre 2022, avant de ralentir plus nettement en 2023. Au total, nous prévoyons une inflation annuelle moyenne à 2,9% en 2022, après 1,6% en 2021. En 2023, l'évolution du niveau des prix serait bien plus modérée à 1,5%. À ce jour, les hausses de salaire restent limitées, malgré la bonne tenue du marché de l'emploi et si des hausses de salaire restent envisageables cette année, nous n'envisageons pas de mise en place d'une véritable boucle prix-salaire à plus long terme.

Zone euro : le PIB à 0,3% au T4 2021

La première estimation du PIB pour le quatrième trimestre 2021 indique un affaiblissement du rythme de croissance principalement imputable aux mesures de restriction de l'activité mises en œuvre pour contrer la diffusion de la vague Omicron. Avec un taux de croissance de 0,3% sur le trimestre, en deçà de notre prévision de décembre à 0,5%, le ralentissement du PIB est net par rapport au rythme, certes exceptionnel, de 2,3% au T3 2021. En moyenne sur l'année 2021, la croissance a été de 5,2% en ligne avec notre prévision. Le PIB a pleinement retrouvé le niveau du T4 2019. Il doit maintenant récupérer les deux ans de croissance perdue.

Les pays, qui ont été le plus précocement et le plus fortement affectés par la vague Omicron et qui ont répondu avec les mesures les plus strictes, ont enregistré des baisses du PIB : l'Allemagne (-0,7% en variation trimestrielle) et l'Autriche (-2,2%).



La croissance s'est affaiblie, mais est restée positive et supérieure à la moyenne de la zone en France (0,7%, après 3,1% au T3 2021), en Italie (0,6%, après 2,6%) et en Belgique (0,5%, après 2%). Elle s'est modérée, mais elle est restée très soutenue en Espagne (2%, après 2,6%) et au Portugal (1,6%, après 2,9%).

Bien qu'on ne dispose que d'informations parcelaires sur la décomposition de la croissance, la

demande intérieure a contribué positivement à la croissance dans toutes les grandes économies, à l'exception de l'Allemagne. En Allemagne, la baisse de la consommation privée s'est couplée au repli de l'investissement en construction. En France, la progression de la consommation privée s'est affaiblie, mais elle reste positive et la croissance de l'investissement s'est renforcée. En Espagne, c'est le fort rebond de l'investissement qui a compensé le recul des dépenses privées et publiques.

Notre opinion – *Peu d'indicateurs sont disponibles pour le T1 2022, mais l'allègement progressif des contraintes à la mobilité devrait ramener l'activité sur une dynamique plus positive vers la fin du trimestre. Un risque baissier pèse néanmoins sur cette hypothèse d'amélioration progressive : l'impact de la hausse de l'inflation sur le pouvoir d'achat des ménages et sur les marges des entreprises, ainsi que sur leur confiance.*

Allemagne : des perspectives encourageantes dans l'industrie au T1

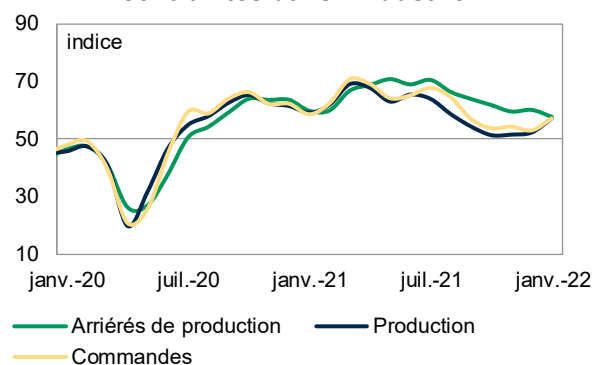
Les enquêtes auprès des directeurs d'achats allemands ont révélé une reprise soutenue de l'activité au mois de janvier, l'indice composite atteignant son plus haut niveau depuis cinq mois à 54,3 points, après 49,9 points en décembre. Ce redressement reflète l'accélération des activités manufacturières (59,8 points) et de services (52,2 points). La croissance de la production du secteur manufacturier a en effet coïncidé avec le renforcement de la demande et un relâchement des contraintes du côté de l'offre. Les enquêtes sur les nouvelles commandes industrielles se sont significativement améliorées (à 57,4 points), soutenues par la demande intérieure, tandis que les commandes à l'exportation n'ont que faiblement augmenté.

Une partie de cet élan résulte d'un effet d'anticipation des clients, afin de se prémunir d'éventuels retards de livraison ou de hausses des prix. Les arriérés de production sont au plus bas depuis un an et demi (à 57,7 points) et s'accompagnent d'une accélération des créations d'emplois, au plus haut depuis sept mois. L'enquête Ifo sur les pénuries de produits intermédiaires dans le secteur industriel au mois de janvier révèle de moindres goulets d'étranglements avec 67,3% des entreprises déclarant faire face à des problèmes d'approvisionnement, contre 81,9% en décembre.

Les données dures sur les commandes industrielles ont confirmé une hausse de 2,8% sur un mois en décembre, grâce à l'impulsion donnée par les

commandes domestiques en biens de consommation. Sur un an les commandes ont ainsi progressé de 5,7%, et dépassent leur niveau d'avant crise de 9,8% (par rapport à février 2020). La production de véhicules neufs annoncée par l'association des constructeurs allemands pour le mois de janvier révèle néanmoins un léger tassement (-11% sur le mois après une forte hausse de 27% le mois précédent), ce qui porte l'écart à son niveau d'avant-crise à près de 26%. L'optimisme dressé par les dernières enquêtes suggère toutefois que l'effet de rattrapage pourrait s'accroître au cours du premier trimestre avec l'allègement progressif des contraintes sanitaires.

Allemagne : assouplissement des contraintes dans l'industrie



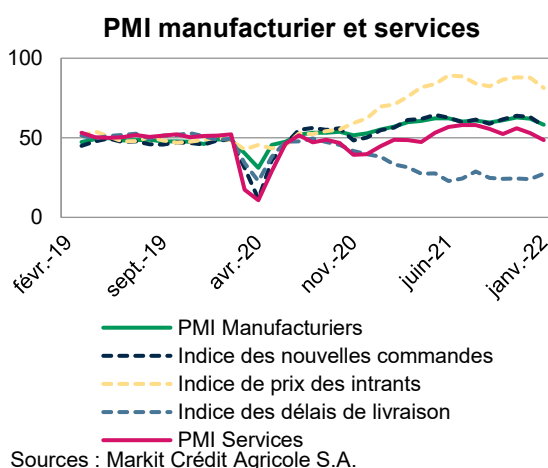
Sources : Markit PMI, Crédit Agricole S.A.

Notre opinion – *Les enquêtes de janvier signalent un rebond marqué de l'activité industrielle, confirmant la tendance observée d'un redressement du secteur sur les données dures. La pression sur les chaînes d'approvisionnement s'est réduite et une demande robuste perdure, ce qui permet d'anticiper des créations d'emplois conséquentes pour absorber les arriérés de production encore élevés. Cette poursuite du redressement attendu de la production industrielle est un facteur de soutien essentiel à la croissance après une fin d'année sacrifiée par les restrictions sanitaires sur les activités de services.*

Italie: un début d'année compliqué après une croissance record en 2021

La croissance italienne marque le pas au quatrième trimestre. Après deux trimestres de forte hausse, l'activité économique a enregistré un net ralentissement en fin d'année augmentant de 0,6% par rapport au trimestre précédent. La valeur ajoutée dans l'industrie et les services a augmenté au cours de la période, compensant la baisse de la valeur ajoutée dans le secteur primaire. La contribution de la demande domestique reste donc positive, mais les performances des deux secteurs d'activité sont bien en deçà de la tendance observée au cours des mois précédents. La composante extérieure a quant à elle contribué négativement à la croissance. En dépit de ce ralentissement, la croissance de 2021 devrait marquer un record de hausse avec une croissance estimée à 6,5% pour l'année 2021. La vigueur de l'économie italienne permet ainsi d'annuler une partie des pertes entraînées par le choc pandémique de 2021, réduisant l'écart par rapport au niveau d'avant-crise à -0,5%.

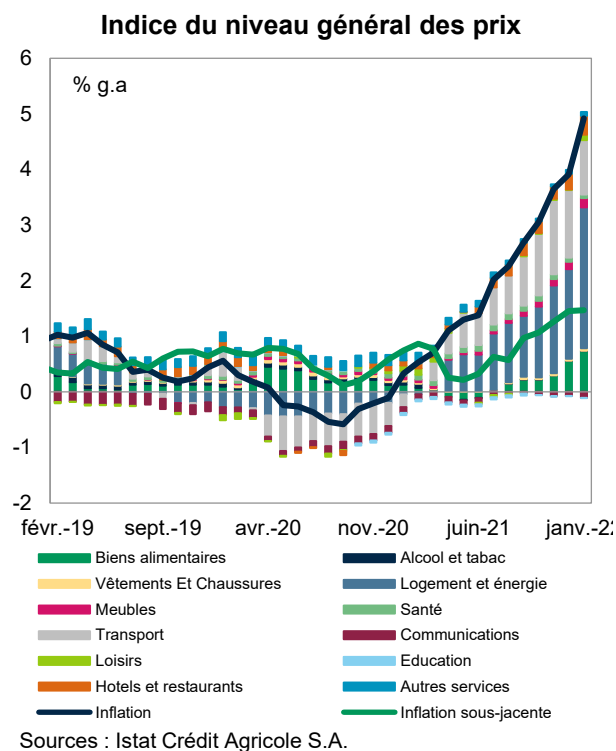
L'acquis de croissance laissé à 2022 reste cependant élevé à +2,4%. Il devrait jouer favorablement sur la croissance de 2022 dont les premiers mois s'annoncent compliqués. Les PMI, aussi bien dans l'industrie que dans les services, confirment un ralentissement de l'activité en janvier. Le PMI industriel passe de 62 à 58,3 sur le mois. Les entreprises dans le secteur manufacturier observent certes une baisse de tension sur les délais et le prix des produits des intrants, mais elle enregistre un ralentissement des carnets de commande et des rythmes de production. Pour ce qui est des services, la baisse est plus marquée et reste liée à la mise place du pass vaccinal en début d'année. Le PMI dans les services est passé de 53,0 en décembre à 48,5.



Outre les conséquences encore présentes de la vague Omicron, l'accélération de l'inflation se confirme et les effets de la hausse des prix commencent à se matérialiser. L'inflation avait déjà atteint un pic en décembre à 3,9% en glissement annuel portée

par les prix de l'énergie. Elle a de nouveaux surpris à la hausse en janvier à 4,8%, soit la plus forte hausse enregistrée depuis 1996. La flambée des prix de l'énergie reste le principal moteur à l'origine de la dynamique des prix. Les prix des biens énergétiques ont enregistré une hausse de 38,5% en janvier, contre +29,1% en décembre portés par la composante réglementée qui a bondi de +41,9% à +93,5% d'un mois sur l'autre suite à la mise à jour de l'ARERA. Les biens énergétiques non réglementés ont également augmenté de +23,1% au cours du mois. La hausse des prix gagne d'autres catégories de biens, telles que les prix des produits alimentaires, aussi bien transformés (+2,4%) que non-transformés (+5,4%) et ceux des services récréatifs, (+3,5 %). En revanche, les prix des services liés au transport ont légèrement ralenti passant de +3,6% à +1,4%. L'inflation sous-jacente est quant à elle restée stable à +1,5%. L'institut de statistique a par ailleurs revu ses pondérations.

Afin de contenir les effets de la hausse des prix sur les entreprises et les ménages, le gouvernement devrait allouer une nouvelle enveloppe de soutien d'un montant 5 milliards qui devrait compléter les premières mesures inscrites dans la loi de finances, soit un total de 11 milliards. Cette aide viendra compléter l'annulation prévue des frais liés la maintenance et à la gestion du réseau destinés aux ménages et aux PME et étendue aux grandes entreprises fin janvier. Un décret *Sostegni quater* pourrait également voir le jour et permettrait de poursuivre le soutien sur le deuxième trimestre.



☑ **Notre opinion** – *Il s'en est fallu de peu, mais l'exécutif de Mario Draghi devrait rester aux manettes encore pour cette année. Après les deux semaines de tensions qui ont rythmé la course au Quirinal, le choix des grands électeurs s'est porté sur le président sortant Sergio Mattarella lui demandant d'effectuer un deuxième mandat. Entre le 7^e et le 8^e tour, l'option d'un Mattarella Bis s'est progressivement imposée comme un dernier recours permettant de maintenir le statu quo et de préserver le gouvernement d'union nationale. L'ancien chef de l'État a été élu à une très large majorité de 759 voix, soutenu par la majeure partie de la coalition nationale.*

Royaume-Uni

La BoE à la conquête du temps perdu

Le resserrement se poursuit

En ligne avec les anticipations, la BoE a augmenté son taux directeur de 25 points de base à 0,5% à l'issue de sa réunion de politique monétaire de février. Il s'agit du deuxième relèvement après la hausse de 15 points de base en décembre. Le taux directeur retrouve ainsi le niveau auquel il était entre 2009 et 2016. Selon l'ensemble des neuf membres du comité de politique monétaire (MPC), « les tensions actuelles sur le marché du travail et les signes continus d'une plus grande persistance dans les pressions domestiques sur les coûts et les prix » justifient largement le resserrement. Plus que l'envolée des prix des matières premières, la BoE considère les pressions salariales, qui s'inscrivent en nette hausse, comme le principal risque haussier sur les perspectives d'inflation. Ces pressions reflètent aussi bien les tensions sur le marché du travail que des revalorisations salariales en réponse à la hausse de l'inflation.

Certains membres ont préféré une hausse de taux plus importante

Près de la moitié des membres du comité (4 sur 5) ont voté pour une augmentation du taux de 50 points de base. Pour eux, la forte hausse des négociations salariales observée récemment était susceptible d'entraîner une inflation plus persistante que prévu. La politique monétaire devait être resserrée plus fortement, afin d'éviter qu'une tendance haussière dans les salaires et dans les anticipations d'inflation ne s'établisse durablement, ce qui pouvait menacer le retour soutenable de l'inflation à la cible de 2% à moyen terme. La majorité du comité a toutefois préféré agir par des petits pas, afin de ne pas provoquer une surréaction des marchés en donnant un signal trop agressif pour le resserrement à venir. Selon ces membres du comité, les anticipations de marché étaient déjà suffisantes pour que les prévisions d'inflation tombent « bien en-dessous de la cible au cours de la troisième année de l'horizon de prévision ».

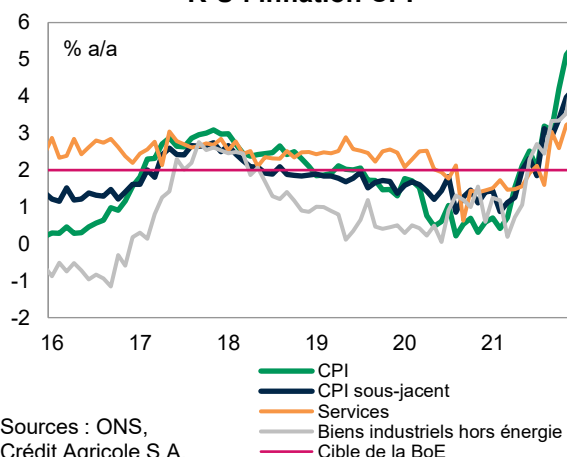
Nouvelles prévisions d'inflation : une histoire en deux temps

Pour comprendre la décision de la majorité du MPC et en tirer des implications pour le resserrement à venir, il faut passer par une analyse des prévisions d'inflation de la BoE. En effet, elle ne donne qu'une *forward guidance* assez succincte sur ses intentions qui consiste à dire que tout resserrement futur de la politique monétaire va dépendre des perspectives d'inflation à moyen terme (sous-entendu à horizon de trois ans) et que « si l'économie évoluait globalement en ligne avec les nouvelles prévisions centrales, un resserrement supplémentaire modeste

devrait être approprié dans les prochains mois ». Les prévisions de la BoE étant basées sur l'hypothèse que le taux directeur suit les anticipations de marché, une prévision de l'inflation CPI inférieure à la cible de 2% à moyen terme indiquerait des anticipations de marché trop agressives (et inversement). La BoE indique que ses nouvelles prévisions sont basées sur les anticipations de marché d'un taux directeur à 1,4% d'ici mi-2023.

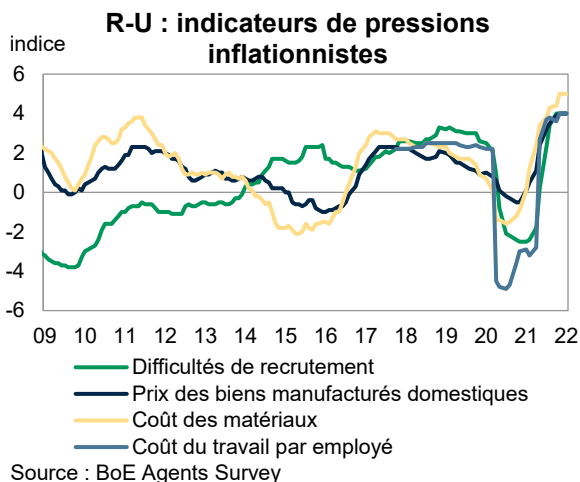
L'inflation CPI a atteint 5,4% en décembre (4,2% pour le CPI sous-jacent), soit 1 point de pourcentage de plus que les prévisions de la BoE de son rapport de novembre. Le dépassement par rapport à la cible de 2% concernait un grand nombre de composantes mais surtout les biens *core*. Selon la BoE, les prix des biens *core* et les prix de l'énergie expliquaient la majorité du dépassement de l'inflation CPI par rapport à la cible. L'inflation des services est par ailleurs montée largement au-dessus de son rythme d'avant-Covid.

R-U : inflation CPI



La BoE a révisé significativement à la hausse ses prévisions d'inflation à court terme. Le choc sur les prix de l'énergie et des biens marchands pousse l'inflation CPI vers un pic à 7,3% en avril, soit près de 2 points de pourcentage au-dessus des projections de novembre. Ensuite, la BoE anticipe une modération de l'inflation vers la cible de 2% d'ici début 2024, dans l'hypothèse de prix de l'énergie constants après six mois de hausse et un assouplissement des goulets d'étranglement, entraînant une légère baisse des prix des marchandises. Elle prévoit également une modération de la croissance des salaires à partir de 2023, ce qui contribue également au recul de l'inflation. Dans l'hypothèse que le taux directeur suit les anticipations de marchés (taux directeur à 1,4% mi-2023), l'inflation s'approche de la cible de 2% début 2024 et baisse un peu plus en 2024 pour s'établir à 1,6% début 2025.

Les prévisions de la BoE sont assorties d'un léger risque haussier, reflétant la possibilité d'une hausse des anticipations d'inflation de long terme de telle façon que l'évolution des prix et des salaires ne permette pas un retour de l'inflation vers la cible de 2%. Le MPC considère que les anticipations d'inflation sont bien ancrées actuellement, malgré leur hausse récente.



Sombres perspectives pour la demande en raison du choc sur les prix

Le choc des prix d'énergie et des biens sur les revenus des ménages provoquera une chute significative du revenu réel disponible cette année (-2%). Au choc des prix s'ajoute le resserrement de la pression fiscale. En conséquence, la consommation des ménages ralentit plus que prévu précédemment au cours des deux prochaines années, la croissance du PIB est plus faible, le taux de chômage augmente et l'*output gap* redevient négatif :

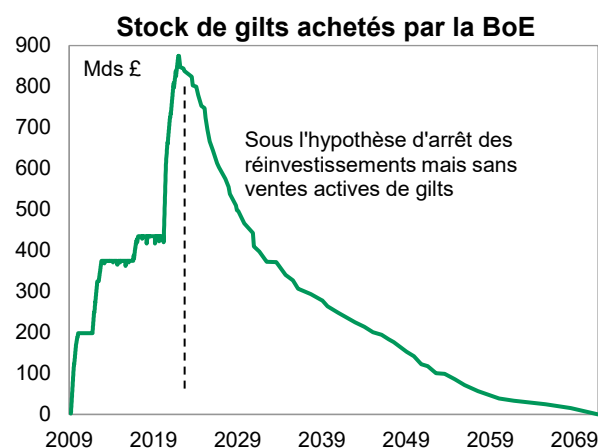
- ✓ La consommation des ménages ne croîtrait que de 5,3% en 2022, contre 7,8% anticipé dans le rapport de novembre.
- ✓ La croissance du PIB serait de 3,8% seulement cette année, contre 5% prévu en novembre, en raison du ralentissement prévu de la demande. Elle s'établit ensuite autour de 1% en 2023).
- ✓ Le taux de chômage commence à augmenter légèrement à partir du T2-2022 et atteint 5% d'ici 2025.
- ✓ L'*output gap* redevient négatif d'ici fin 2022 et continue d'augmenter pour atteindre -1% du PIB potentiel début 2025.
- ✓ La croissance des salaires, actuellement supérieure à son rythme d'avant-crise, continuerait d'augmenter cette année (vers 4,8%). Cela reflète des renégociations salariales

en hausse en réponse à l'inflation et les tensions sur le marché du travail.

La BoE commence la réduction de son bilan

Le MPC a décidé à l'unanimité de commencer à réduire son stock de titres achetés, aussi bien celui des *gilts* (875 milliards £) que celui des obligations d'entreprise (20 milliards £).

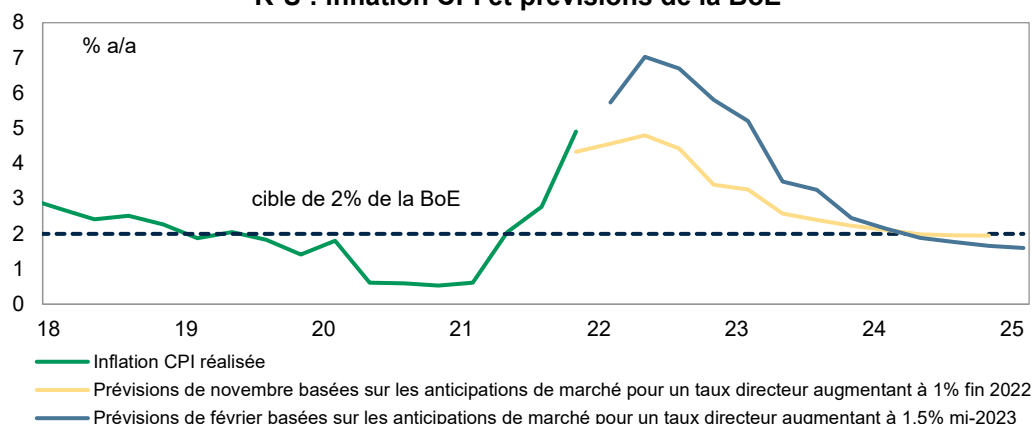
En ligne avec sa *forward guidance* publiée en août 2021, le MPC a décidé d'arrêter les réinvestissements des titres d'État (*gilts*) arrivant à maturité. Ceci était en ligne avec les anticipations et conforme à l'objectif de la BoE de réduire son stock de titres d'État achetés de manière « graduelle et prévisible ». Pour rappel, la BoE a arrêté les achats de *gilts* en décembre après avoir procédé à leur *tapering* progressif au cours de la seconde moitié de 2021.



Le MPC a aussi décidé d'arrêter les réinvestissements des titres obligataires d'entreprises arrivant à maturité et de procéder à des ventes actives de titres. Les ventes s'écouleront au moins jusqu'à fin 2023, avec pour objectif de dénouer complètement le stock de titres achetés. Les détails du programme de ventes de titres seront publiés dans les prochains trois mois. La BoE note qu'il sera désigné de telle façon qu'il ne perturbe pas le bon fonctionnement des marchés obligataires.

Par ailleurs, la BoE précise que les ventes d'obligations d'entreprise ne sont en aucun cas un signal quelconque concernant les éventuelles ventes futures de *gilts*. Elle a réitéré qu'elle n'envisagerait un début de ventes actives de titres d'État que lorsque le taux de base aurait atteint au moins 1%, et si les conditions économiques le nécessitaient. Le comité a également répété que le taux directeur reste son instrument préféré d'ajustement de la politique monétaire.

R-U : inflation CPI et prévisions de la BoE



✓ **Notre opinion** – À prime abord, la communication de la BoE envoie plusieurs signaux hawkish : le résultat des votes, la décision surprise de commencer la réduction du stock d'obligations d'entreprise, les prévisions d'inflation revues à la hausse à court terme. La BoE semble par ailleurs persuadée que le resserrement doit se poursuivre aussi bien via le taux directeur qu'à travers le quantitative tightening. Cependant, le reste du discours est loin d'être optimiste. Les nouvelles prévisions de la BoE dressent un avenir difficile pour le consommateur avec cette baisse considérable anticipée de son pouvoir d'achat (-2% cette année) et la hausse prévue du taux de chômage. La BoE déclare clairement qu'il n'est pas en son pouvoir d'agir contre la hausse des prix de l'énergie et des biens, dont le Royaume-Uni est importateur net. Ramener l'inflation vers la cible de 2% semble donc devoir passer par une désinflation domestique, impliquant notamment des actions pour limiter les revalorisations des salaires et éviter qu'une boucle prix-salaires (déjà en œuvre) ne se mette durablement en place. De ce point de vue, une hausse du taux de chômage telle que prévue par la BoE serait une évolution bienvenue pour ne pas dire souhaitable, afin de dissiper les tensions sur les salaires et couper définitivement l'herbe sous les pieds de la boucle prix-salaires.

La BoE déclare elle-même faire face à un dilemme car en même temps que l'inflation resterait très supérieure à sa cible au cours des deux prochaines années, la demande ralentirait, en partie sous l'effet lui-même de la hausse des prix, et les capacités non utilisées augmenteraient. L'inflation devrait baisser sous la cible à moyen terme, en partie en raison d'une réapparition d'un output gap négatif. Pourtant, malgré ces prévisions pessimistes à moyen/long terme (croissance à seulement 1% par an) la BoE poursuit son resserrement.

Sa fonction de réaction aurait-elle changé pour ne plus être fonction des perspectives à moyen terme, mais davantage une réaction à des chocs de nature exogènes ? Absolument pas, le resserrement nous paraît une réaction tardive aux évolutions sur le marché du travail qui a sans cesse surpris positivement et à la volonté de la BoE de couper court aux pressions salariales. Une erreur de prévision donc et par conséquent de décision de politique monétaire avec un resserrement qui aurait dû sans doute commencer plus tôt.

Quelles implications pour la politique monétaire à venir ? La volonté de rattraper le temps perdu suggère la nécessité de poursuivre le resserrement à court terme, avec un probable tour de vis supplémentaire en mars prochain, ramenant le taux directeur à 0,75%, soit son niveau d'avant la crise Covid. Il pourrait être suivi d'une pause en mai (rapport de politique monétaire), afin de prendre la mesure des développements et de l'impact du choc printanier sur la consommation (hausse des prix de l'énergie et des charges sociales). Si le ralentissement anticipé se confirmait ainsi que la hausse du taux de chômage, la BoE pourrait ralentir son resserrement. Notre scénario central table sur un taux directeur à 1% début 2023, avec deux hausses cette année et une dernière au T1-2023, mais il nous semble que le resserrement sera plus avancé et plus rapide. En revanche, les anticipations de marché pour un taux directeur à 1,4% à la mi-2023 sont vraisemblablement jugées trop agressives.

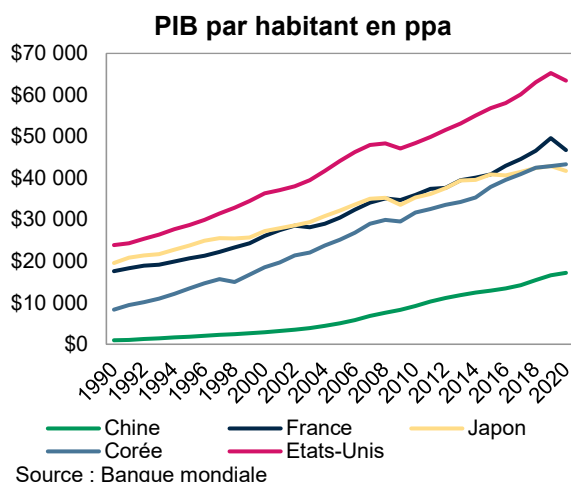
Le stock de gilts achetés va diminuer de 28 milliards de livres en mars 2022. A la fin de cette année, il aura atteint 838 milliards £ et 803 milliards £ fin 2023, soit un repli très graduel. La BoE pourra alors étudier la nécessité de ventes actives de gilts. Compte tenu de ses prévisions économiques de ralentissement et de modération de l'inflation celles-ci pourraient ne pas être jugées nécessaires.

Pays émergents

Asie

Corée : l'insolente santé de l'économie coréenne

L'écart se creuse entre la Corée et le Japon. C'est la conclusion de l'économiste Richard Katz, grand spécialiste de l'économie japonaise. En 2020, le PIB par habitant en parité pouvoir d'achat, atteignait 43 319 dollars en Corée et 41 733 dollars au Japon, confirmant la trajectoire fulgurante de la Corée depuis les années 1980. À ce rythme, le PIB par habitant nominal sud-coréen pourrait dépasser celui des Japonais à horizon 2027.



En 2021, le commerce extérieur coréen a également atteint un niveau record : 1 260 milliards de dollars en cumulant exportations et importations, soit plus de 75% du PIB. Les exportations, portées par les ventes de semi-conducteurs et de produits pétrochimiques, ont bondi de 25,8% en valeur.

Et la liste des performances sud-coréennes en 2021 ne s'arrête pas là : croissance à 4% – après une très modeste récession de 0,9% en 2020 – qui devrait se maintenir autour de 3% en 2022, IDE entrants records, à 18 milliards de dollars, soutenus par le secteur des NTIC, et notamment le rachat par l'entreprise allemande Delivery Hero de l'application de livraison de nourriture numéro un en Corée, Baedal Minjok.

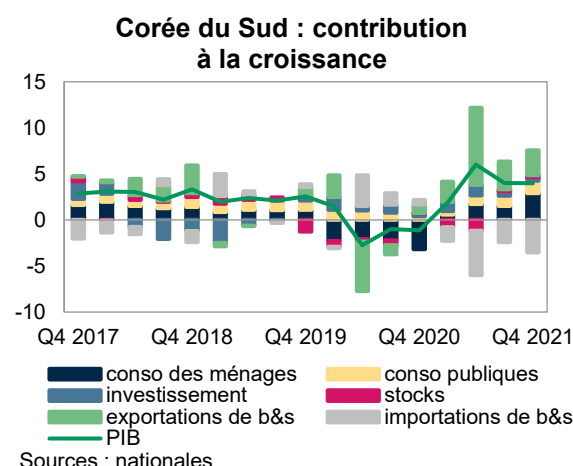
Tous les voyants sont au vert, ce qui tranche avec la situation plus nuancée des pays de l'ASEAN (Indonésie, Malaisie, Philippines, Thaïlande) ou même celle de la Chine, qui concentre un certain nombre d'interrogations¹, qui portaient pourtant jusqu'ici la croissance asiatique.

Comment expliquer ces performances ?

Le premier facteur reste la maîtrise de la situation sanitaire en 2020, qui a permis à la Corée de limiter

les mesures trop contraignantes pour l'activité. Bien sûr, le pays n'a pu éviter la récession, en raison notamment du recul de la consommation privée. En 2021, tout l'enjeu était donc de raviver ce moteur, ce qui a été chose faite à partir du deuxième trimestre.

Alors que la campagne de vaccination prenait beaucoup de retard, elle a finalement décollé durant l'été, si bien que 86% de la population est maintenant totalement vaccinée. Le choc de confiance a bien eu lieu, et les ventes au détail affichent depuis trois des hausses à deux chiffres et ont fortement contribué à la croissance du dernier trimestre.



Le deuxième facteur est bien sûr la spécialisation sectorielle extrêmement porteuse de l'économie coréenne, dont l'entreprise Samsung est l'un des meilleurs représentants. L'explosion mondiale de la demande de semi-conducteurs a permis à la Corée de maintenir une balance commerciale et courante largement excédentaire (le solde courant a atteint 4,9% du PIB en 2021), dans un domaine stratégique dans lequel le pays a pris beaucoup d'avance.

En définitive, même si la course technologique est engagée – la Chine espérant atteindre une plus grande autonomie stratégique dans ce domaine dans les prochaines années – l'avance coréenne est conséquente, et fait presque jeu égal avec les Taïwanais de TSMC, à la frontière technologique sur ce marché.

Cette avance technologique, couplée à la taille du marché intérieur, explique aussi l'attractivité coréenne en matière d'IDE.

Le troisième facteur se situe au niveau des politiques publiques menées en 2020-2021. Coutumières de la rigueur, voire de l'orthodoxie budgétaire, les autorités coréennes ont quelque peu changé de

¹ Consulter : [Chine – 2022, ou la lutte annoncée de la structure et de la conjoncture – 24 janvier 2022](#)

paradigme en faisant voter des budgets historiquement élevés, afin de financer des plans de relance d'une ampleur historique, d'inspiration plutôt keynésienne. Si bien que le déficit budgétaire a atteint 4,4% du PIB en 2021, mais devrait repasser sous la barre des 3% dès l'an prochain, en accord avec la règle d'or budgétaire.

Les plans de relance s'articulent autour de deux volets : celui du « *Korean New Deal* », centré autour de la révolution verte et technologique, plutôt à destination des entreprises, et un volet plus social, visant à réduire le niveau des inégalités dans la société, notamment parmi les populations jeunes et retraitées, et à faciliter l'accès au logement, dont les prix ont de surcroît grandement accru l'endettement des ménages ces dernières années.

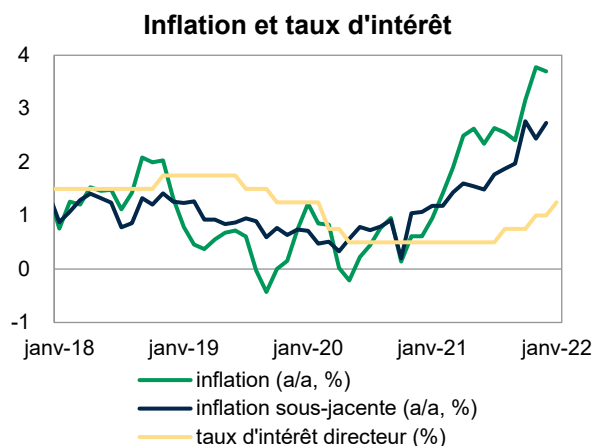
Et l'inflation ?

À l'instar du reste du monde, la Corée n'échappe pas à la remontée de l'inflation, notamment en raison de la flambée des prix des hydrocarbures dont elle est importatrice nette. L'inflation atteignait ainsi 3,7% en glissement annuel en décembre.

Confortée par la puissance de la reprise, la Banque centrale coréenne (BoK) a été parmi les premières à

procéder à une hausse des taux : +25 pb en août, suivies par deux nouvelles hausses de 25 pb en novembre et en janvier. Le taux directeur a ainsi déjà retrouvé son niveau pré-crise, à 1,25%.

Les minutes de la BoK laissent entendre que des ajustements supplémentaires sont loin d'être exclus, et que le taux directeur pourrait atteindre 1,75% d'ici la fin de l'année, en fonction de l'évolution côté Fed.



☑ **Notre opinion** – La Corée est indiscutablement une des grandes gagnantes de la crise. Sa bonne gestion sanitaire lui a permis de maintenir un profil de croissance équilibré, et sa spécialisation porteuse – assise sur une véritable avance technologique – lui permet encore de compter sur une demande extérieure dynamique au cours des prochaines années. Ne lui reste plus qu'à régler ses problèmes structurels, liés principalement à la forte montée des inégalités ayant accompagné la croissance, qui devrait être au cœur des enjeux électoraux cette année. L'élection présidentielle, déjà entachée par un certain nombre de scandales de corruption, aura lieu le 9 mars prochain.

Amérique latine

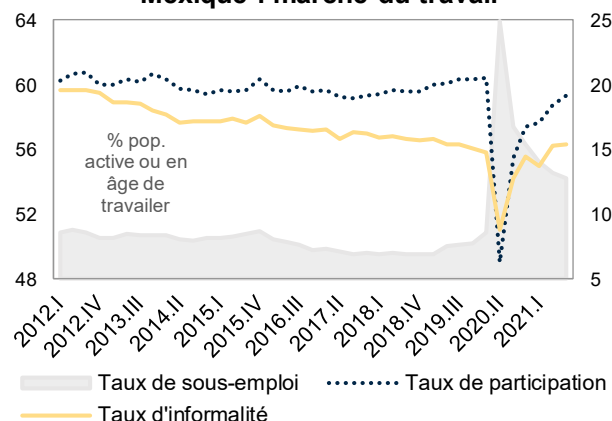
Mexique : élève sérieux et appliqué

Selon les premières estimations, le PIB s'est très légèrement contracté au quatrième trimestre 2021 (de 0,1%) : un chiffre qui porte la croissance moyenne à 5% en 2021 après un recul de 8,2% en 2020. Au quatrième trimestre, si l'industrie et l'agriculture ont progressé (de, respectivement, 0,4% et 0,3% rapport au troisième trimestre), les services se sont significativement contractés (de 0,7%).

Avant même d'avoir récupéré son niveau d'activité pré-crise, en subissant deux trimestres consécutifs de repli de l'activité, le Mexique fait donc l'expérience d'une « récession technique » qui met fin à un rebond largement dopé par celui, puissant, des États-Unis. Car la reprise américaine a stimulé, d'une part, les exportations de produits manufacturés et, d'autre part, les envois de fonds de la part des travailleurs immigrés qui (cumulés sur douze mois) ont atteint un peu plus de 4% du PIB mexicain (cumulés sur douze mois) fin 2021 et sont venus alimenter la consommation.

Le moteur extérieur continuera de tourner en 2022 mais à moindre régime. Bien que l'économie américaine s'engage sur la voie de la décélération, le Mexique devrait néanmoins continuer de bénéficier de transferts de revenus importants et d'exportations favorisées par la reconstitution des stocks et une éventuelle demande « refoulée ». Alors que l'inflation est élevée (notamment l'inflation sous-jacente avec un risque de résistance dû aux prix des biens) et justifie le resserrement monétaire², que la politique budgétaire a vocation à rester toujours aussi « dramatiquement raisonnable », les moteurs de la demande interne menacent de patiner : l'amélioration du marché du travail devrait se poursuivre, mais lentement (la plus belle partie de l'histoire semble déjà écrite), les perspectives d'investissement productif sont peu brillantes.

Mexique : marché du travail



Sources : INEGI, Crédit Agricole SA/ECO

Pour résumer, la croissance risque de décevoir, mais les risques à court terme restent faibles : situation budgétaire globalement satisfaisante³ (meilleure que celle de ses pairs latino-américains), déséquilibre courant contenu, politique responsable de la banque centrale qui ne devrait pas être altérée par la nomination à sa tête en janvier 2022 de Victoria Rodríguez Ceja (vice-ministre des Finances de décembre 2018 à décembre 2021, désignée par le président et confirmée par le Sénat), bruit politique (notamment autour de la réforme controversée du secteur de l'électricité), mais réformes radicales plus difficiles à passer au Congrès à la suite des élections de mi-mandat⁴, moindre fragilité liée à la détention de dette locale par les non-résidents dont la part est passée d'un pic récent de près de 35% fin 2016 à désormais près de 18%.

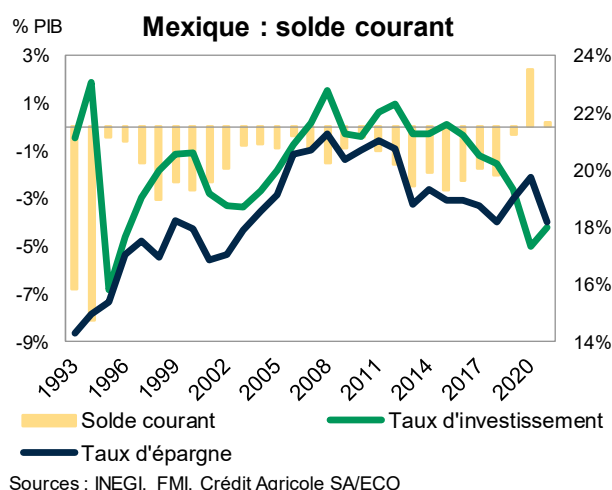
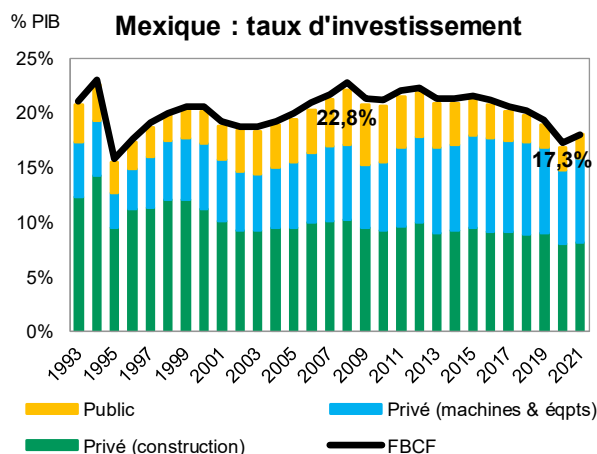
Ce sont bien plus les risques d'enlèvement dans une croissance médiocre minée par un taux d'investissement faible et en recul, de détérioration des indicateurs sociaux, d'érosion de la solidité des finances publiques qui menacent.

² « Mexique : le risque de résistance de l'inflation » ; 2 février 2022

³ Les comptes publics se sont évidemment détériorés en 2020 : une dégradation largement subie et non attribuable à une quelconque réponse budgétaire contra-cyclique comme l'attestent notamment l'excédent primaire (0,1% du PIB) et la hausse limitée de la dette (de 44,9% à 48,5% du PIB). En 2021, le déficit primaire, le besoin de financement et la dette ont, respectivement, atteint 0,3%, 3,8% et 50,1% du PIB. Bien que

fondé sur des hypothèses un peu trop favorables, le budget 2022 n'introduit pas de bouleversements avec des prévisions de déficit primaire, déficit total et dette du gouvernement de, respectivement, 0,3%, 3,1% et 48% du PIB.

⁴ « Mexique : un petit revers, d'importantes conséquences » ; 16 juin 2021



Alors que le taux d'investissement s'était presque rétabli à la suite de la Grande Crise Financière (dont les effets ont finalement été bien moindres que ceux, traumatiques, de la crise de 1994-1995), il s'effrite depuis 2012 (22,3% du PIB), est passé sous 20% en 2019 pour finalement reculer de plus de 4 points de pourcentage en moins de dix ans : baisse de l'investissement public qui affecte essentiellement la construction (marge de manœuvre budgétaire réduite, réforme fiscale inaboutie, dépenses contraintes, priorité donnée au secteur de l'énergie, « entêtement austéritaire » même face à la pandémie), mais aussi de l'investissement privé (construction et, marginalement, machines & équipements ; détérioration du climat des affaires et incertitude renforcées par l'élection du président AMLO). Les effets de « dopage » liés à l'entrée dans feu l'ALENA (en outre, à relativiser) sont désormais bien loin.

En termes de finances publiques, la stratégie visant à renforcer le secteur de l'énergie et l'indépendance

nationale couplée à l'augmentation des dépenses sociales et des retraites n'a pas été compensée par une augmentation pérenne des recettes. La dégradation a été limitée par les efforts déployés pour lutter contre l'évasion fiscale (dont le rendement marginal est décroissant) et le recours, par définition non renouvelable indéfiniment, à des sources de revenus ponctuelles (recettes non fiscales des fonds de réserve).

Préserver cette légendaire réputation de « responsabilité budgétaire » nécessite une augmentation des recettes fiscales non pétrolières. Des pistes existent : il « suffirait » d'augmenter les impôts sur le revenu et le patrimoine. Tant au Mexique qu'ailleurs en Amérique latine, les marges de manœuvre sont importantes. La volonté politique et l'envie de moderniser un système fiscal qui actuellement préserve les rentes le sont certainement moins.

Impôts % du PIB 2020 (source OCDE)	Mexique	Chili	Colombie	France	États-Unis	Royaume-Uni	OCDE Moyenne
Sur le revenu	3,8	2,-	1,3	9,6	10,5	9,5	8,-
Sur le patrimoine	0,3	1,-	1,8	4,-	3,-	3,9	1,8

Moyen-Orient et Afrique du Nord

Tunisie : de Charybde en Scylla ?

Où va la Tunisie ? Comment s'annonce l'année 2022, alors que le pays sollicite une aide financière d'urgence au FMI pour faire face à ses échéances et que, dépourvu de Parlement, son président promet une nouvelle Constitution et de futures élections ?

Pour ce qui est de l'économie, la Tunisie a subi en 2020 la pire récession des pays en paix du Moyen-Orient, à égalité avec le Koweït. La contraction de son PIB de 8,6% est issue de l'effondrement du tourisme dû à la pandémie, mais aussi aux perturbations politiques et à l'environnement externe qui le secouent depuis l'année 2011 et qui ont déprimé la croissance ces dernières années.

Début 2022, le pays doit aussi faire face à une forte recrudescence des contaminations dues au variant Omicron (+25% en un mois). Si le nombre de décès reste à ce stade assez limité, le retour en force de la pandémie pourrait à nouveau affecter la saison touristique pour la troisième année consécutive. Une très mauvaise nouvelle qui pourrait retarder le redressement de l'activité et freiner les entrées de devises si nécessaires au paiement des échéances externes.

En 2021, le PIB devrait croître de plus de 3%. Le pays devrait donc mettre plus de deux années à retrouver son niveau de PIB pré-crise Covid.

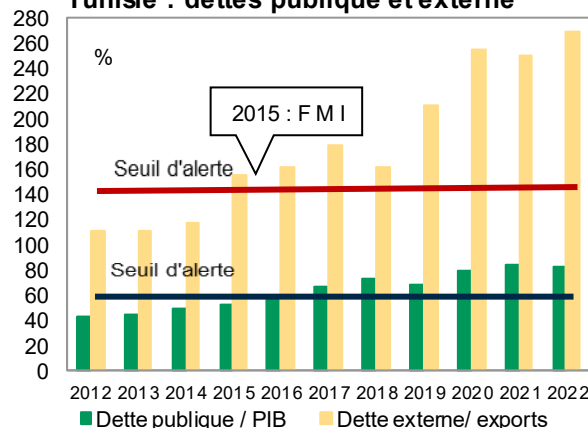
Le retour de la croissance, peu soutenu par le redressement très partiel du tourisme, a été insuffisant pour faire diminuer fortement les déficits jumeaux qui devrait rester aux niveaux élevés de 6% du PIB pour le solde courant et de 8% du PIB pour le déficit budgétaire.

Cela devrait continuer à alimenter le double surendettement externe et public (cf. graphique).

Pour payer ses échéances externes et publiques, le pays a besoin d'emprunter environ 5 milliards de dollars par an, en partie en raison d'une épargne domestique très déprimée. Ses difficultés d'accès aux financements externes sont illustrées par le prix élevé de la prime de risque souverain (990 points de base soit 9,9% pour du cinq ans, pour seulement 500 points il y a un an). Depuis la dégradation du *rating* pays à des niveaux très bas de CCC, le renchérissement de la prime de risque est spectaculaire. Des signaux d'alerte se sont déjà déclenchés sur des difficultés de trésorerie fin 2021 et en janvier 2022 : des retards de paiement ont été constatés sur des importations de céréales et sur les

salaires de la fonction publique. La dette publique est à 50% en devises et une dépréciation du dinar aurait aussi des effets de renchérissement difficilement supportables pour les finances de l'État déjà très affectées.

Tunisie : dettes publique et externe



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

Le risque de liquidité est donc à son plus haut. Avec 8,2 milliards de dollars de réserves en devises fin 2021, le pays dispose de quelques semaines de répit pour organiser une forme de sauvetage. Car selon nos calculs, ces réserves ne représentent plus que 19% de la dette externe et seraient déjà à 90% issues d'aides externes précédentes (FMI, Banque mondiale, pays du Golfe, BERD et France).

La question centrale sur l'avenir financier immédiat du pays est donc bien la capacité du nouveau gouvernement à faire accepter et mettre en place des réformes structurelles acceptables pour que le FMI et peut-être les pays créanciers débloquent une aide d'urgence.

Mais les marges de manœuvre sont limitées, car les réformes pour retrouver des équilibres externes et publics soutenables sont toutes douloureuses socialement. Elles impliquent un *mix* de baisses de subventions, de hausses d'impôts, et peut-être de léger ajustement monétaire.

Le gouvernement aura-t-il par exemple le courage politique de réduire l'hypertrophie de la fonction publique, estimée à environ 300 000 fonctionnaires surnuméraires embauchés depuis 2011 ? Cette dérive a poussé les dépenses publiques en pourcentage du PIB à des niveaux les plus élevés au monde, les salaires des fonctionnaires représentant la moitié du budget de l'État....

 **Notre opinion** – Par ailleurs, la crispation du pouvoir lors de récentes manifestations et le départ de certains hauts fonctionnaires dans le cercle proche du président ne renvoient pas l'image positive d'un régime politique apaisé et stabilisé. Les institutions étant en partie suspendues, il est probable qu'une grande partie des éventuelles aides externes soient conditionnées à l'évolution de la situation politique.

Europe centrale et orientale, Asie centrale

Ukraine : l'hiver de la grande incertitude

Pour l'Ukraine, c'est bien l'hiver de la grande incertitude qui se déroule actuellement et malgré un environnement géopolitique sous haute tension, on constate une remarquable résilience des Ukrainiens qui ne cèdent pas à la panique, mais se préparent méthodiquement à tous les scénarios possibles.

Ce premier constat est très impactant pour les capacités de résilience de l'économie, puisqu'il y a peu de modifications des comportements économiques face à la pression de la guerre ou d'autres mesures. Les ménages font des stocks, mais ce n'est pas la ruée vers les supermarchés et ceci s'applique à tous les domaines de vie.

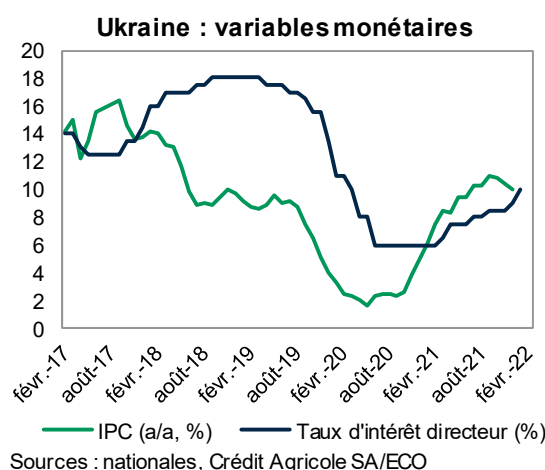
Néanmoins, ce cadre complètement incertain et potentiellement explosif impacte déjà l'environnement macro-économique ukrainien sur plusieurs plans.

Tout d'abord sur la confiance des investisseurs locaux ou étrangers qui patientent pour voir l'issue des menaces russes avant d'investir dans le pays.

Pour le moment, il n'y a pas eu d'importants flux de sorties de capitaux du pays, suite à l'escalade des tensions géopolitiques, mais cela reste un risque fort et très présent (il y en avait eu au début de la crise sanitaire par exemple). Il en est de même sur la fluctuation de la devise. À ce stade, c'est plutôt le rouble russe qui a encaissé le plus les dépréciations en raison des menaces de sanctions. Mais les choses peuvent également s'aggraver pour la hryvnia au déclenchement du moindre incident. C'est aussi l'amélioration des perspectives de liquidité du pays qui supporte cette relative stabilité de la devise ukrainienne. Paradoxalement, une telle situation géopolitique, qui arrive presque à une impasse, s'accompagne d'une importante hausse des aides multilatérales à destination de l'Ukraine. Le FMI se montre beaucoup plus conciliant, l'UE a débloqué une enveloppe de 1,2 milliard d'euros sans conditionnalités, La Banque mondiale et la Banque européenne de développement font de même. Ces fonds vont certainement mettre à l'abri l'Ukraine, à court terme, d'un incident de liquidité. Néanmoins, il ne faut pas sous-estimer les effets à

moyen et long termes de ce qui se déroule actuellement et sans aller jusqu'à la guerre.

Les perspectives de croissance du PIB ralentissent autour de 3%, alors que la dynamique économique était déjà après la crise du Covid parmi les plus faibles d'Europe (3% en 2021). Ce rythme est loin d'être suffisant pour un pays qui a encore beaucoup à rattraper à la fois de la précédente guerre, mais aussi par rapport au niveau moyen des autres pays d'Europe centrale.



Le taux d'inflation monte sensiblement et là encore plus que dans les autres pays d'Europe centrale et orientale, avec une hausse de 10% en 2021. La Banque centrale a agi rapidement (parmi les premières en 2021) en rehaussant le taux directeur. La pression inflationniste persistera encore, pesant ainsi sur les ménages et les anticipations d'investissements. Le compte courant devrait redevenir déficitaire (comme il l'est structurellement autour de 3% à 4%) après un excédent exceptionnel pendant le début de la crise Covid. La nouveauté encourageante est que les exportations de services (informatiques et technologiques) sont de plus en plus fortes et il s'agit ici d'un développement des capacités productives dans le tertiaire, notamment dans des métiers à plus forte valeur ajoutée. L'informatique et le digital deviennent des secteurs à forte croissance et, pour le moment, ils ne sont pas sous tutelle oligarchique.

✓ Notre opinion – La situation actuelle reste très incertaine. Pour l'instant, on peut dire que le bilan en matière de risque pays n'est pas encore marqué par le conflit et que les variables à court terme résistent plutôt bien. Mais plus la tension se prolonge, plus les anticipations d'investissement à moyen terme vont être affectées. Il est difficile, dans ces conditions, de prévoir une évolution des paramètres macro-économiques, il faut revoir l'appréciation du pays en fonction des scénarios. En revanche, une chose est quasi-certaine, c'est que peu de progrès seront fait à court et moyen termes pour déployer l'ensemble des réformes structurelles nécessaires et promises par le gouvernement Zelensky, notamment dans la lutte contre la corruption : les financements qui sont en train d'être apportés risquent de se transformer en « rente géopolitique » qui peut encore retarder la désoligarchisation du pays. Ce retard peut impacter le potentiel d'innovation et de croissance du pays, et, si cette situation perdure longtemps, on pourrait avoir plus

de dommages institutionnels que purement économiques. Ils pénaliseraient alors l'Ukraine plus durablement. Par ailleurs, le risque d'une nouvelle période d'instabilité politique interne n'est pas à exclure, sachant que la popularité du président était très faible avant le conflit – et que le resserrement national patriotique de la population ne signifie pas forcément une hausse de la popularité du président. Cela pourrait également bloquer à nouveau les progrès du pays. Le « coût » potentiel peut donc être très élevé pour les perspectives d'avenir ukrainiennes. Mais les évolutions doivent être suivies de très près pour envisager les différents scénarios : tout dépend des mois qui viennent, il est encore trop tôt pour conclure.

Afrique sub-saharienne

👉 Togo : le programme FMI attendu dans l'année orientera la trajectoire des finances publiques

Le Togo devrait enregistrer en 2022 une croissance de son PIB de 5,9%, d'après les prévisions du FMI. Le pays n'a pas connu de récession en 2020 et sa croissance pour 2021 est estimée à 4,8%. L'économie togolaise retourne donc à sa tendance pré-crise de croissance forte (5,7% par an en moyenne de 2009 à 2019).

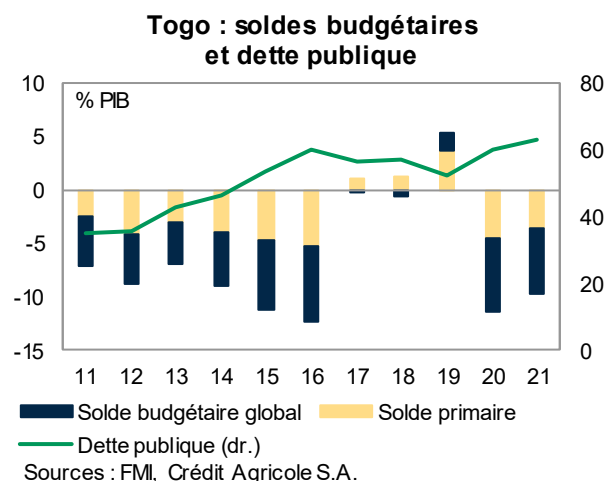
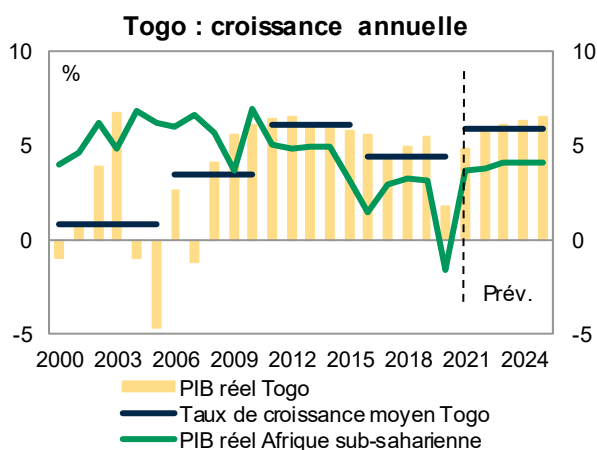
L'activité dans le pays va bénéficier du dynamisme global de la zone UEMOA, dont la croissance est attendue à plus de 6% sur ces deux prochaines années. L'un des axes de développement du Togo est, en effet, de se positionner comme un *hub* logistique régional pour ses voisins enclavés. Il profite notamment de la présence à Lomé du seul port en eau profonde d'Afrique de l'Ouest.

Malgré cette bonne dynamique, les finances publiques du pays constituent un point d'attention. Les plans d'investissements publics massifs qui ont stimulé la croissance sur la dernière décennie ont aussi creusé un déficit public structurellement élevé.

Pour 2022, les autorités du pays le prévoient à 5,1% du PIB (après 6% du PIB en 2021). La dette publique atteint quant à elle 60% du PIB, alors que le niveau de développement du pays est encore faible.

Néanmoins, le Togo a un historique récent de consolidation budgétaire. Entre 2017 et 2019, l'État a enregistré des excédents primaires consécutifs, alors qu'un programme FMI – dans le cadre d'une facilité élargie de crédit (ECF) – était mis en œuvre.

Un accord avec le Fonds pour un nouveau programme ECF est attendu pour la mi-2022. Ce programme FMI devrait donc permettre d'encadrer la politique budgétaire du Togo à moyen terme, même si cette fois les dépenses sociales et de santé liées à la pandémie et la fragilisation économique qu'elles ont provoquées contraindront la baisse des dépenses publiques.



 Mali : défaut de paiement sur des bons en CFA suite aux sanctions de la CEDEAO

Cette semaine, le Mali n'a pas honoré plusieurs paiements sur ses bons du Trésor, émis en franc CFA sur le marché régional de l'UEMOA.

Ce défaut est la conséquence logique des sanctions adoptées au début du mois par l'UEMOA et la Communauté économique des États d'Afrique de l'Ouest (CEDEAO). Les sanctions prévoient notamment le gel des avoirs publics maliens à la Banque centrale des États d'Afrique de l'Ouest (BCEAO) et dans toutes les institutions financières des pays membres, ainsi que le blocage de tous ses transferts financiers. Les frontières du Mali avec les pays membres de la CEDEAO sont par ailleurs fermées à tout transit de biens non-essentiels.

Ce blocus économique va également fragiliser la position extérieure du Mali, qui participait à l'initiative de suspension du service de la dette (ISSD). La fermeture des ports sénégalais et ivoiriens va compliquer, sans toutefois compromettre totalement, la collecte de devises (qu'il obtient en grande partie par ses exportations d'or) par le pays.

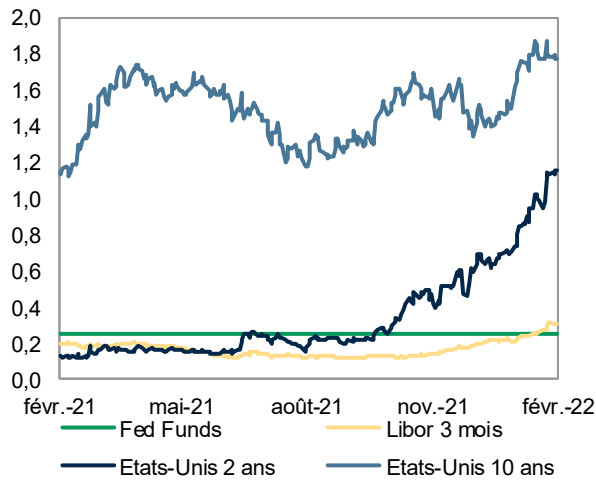
Ces sanctions constituent la réponse des autorités régionales ouest-africaines au refus de la junte militaire au pouvoir depuis l'été 2020 d'organiser des élections et une transition politique avant 2025, alors que la CEDEAO pousse à un retour rapide de civils à la tête du pays.

 **Notre opinion** – *Les dures sanctions économiques et financières contre le Mali mettent une pression forte sur la junte. Le soutien populaire dont elle semble pour l'instant bénéficier s'éroderait si la population subissait de façon prolongée un coût économique fort, en particulier du fait du blocus économique aux frontières. Il est donc probable que les autorités maliennes revoient en partie leur copie sur l'horizon de la transition. La junte pourrait aller dans cette direction pour tenter de calmer le jeu avec ses voisins et partenaires régionaux, au moment où le régime s'engage dans une escalade avec ses partenaires occidentaux, en premier lieu la France.*

Tendances à suivre

Taux d'intérêt en dollar américain

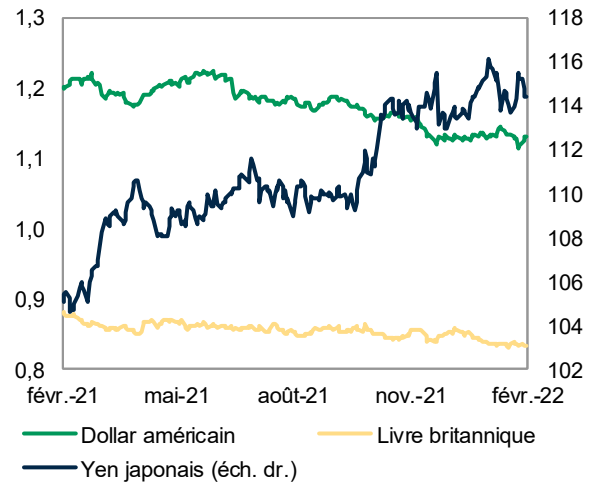
%, interbancaire (Londres) et souverains (États-Unis)



Source : Thomson Reuters

Taux de change des principales devises

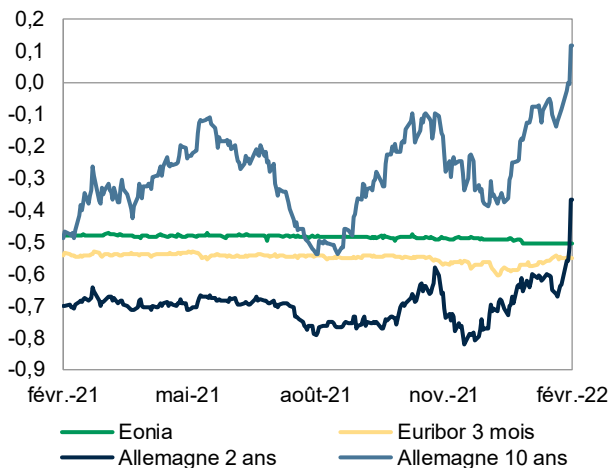
EUR/USD, EUR/GBP et USD/JPY



Source : Thomson Reuters

Taux d'intérêt en euro

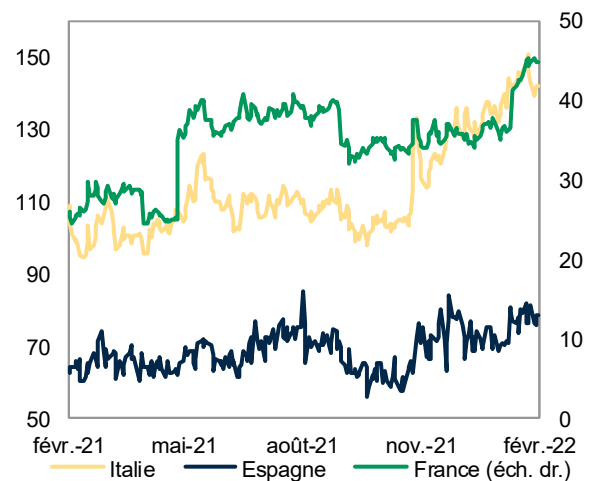
%, interbancaires (Londres) et souverains (Allemagne)



Source : Thomson Reuters

Spreads souverains européens avec le Bund

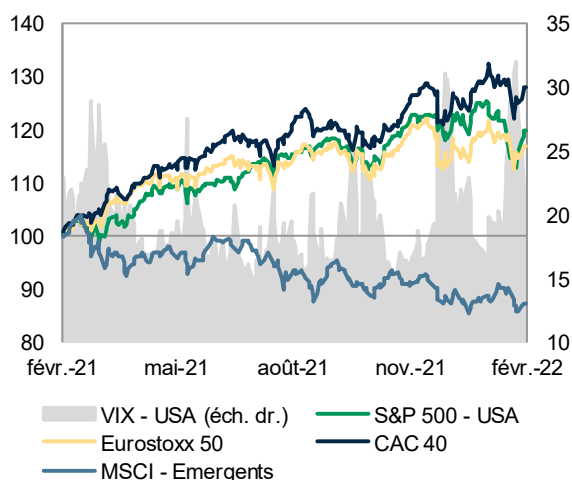
Pdb, dette en EUR à dix ans



Source : Thomson Reuters

Marché actions

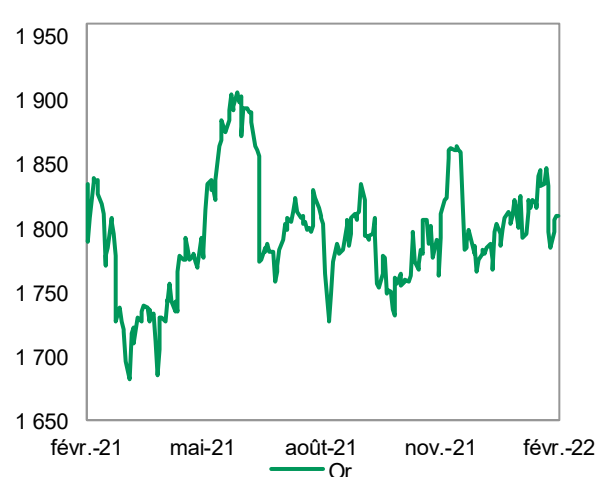
Indice boursiers (100 = début de période) et volatilité VIX



Source : Thomson Reuters

Cours de l'once d'or

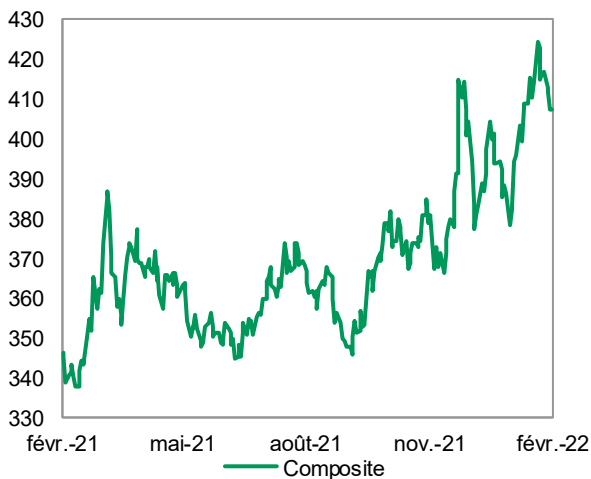
USD/Once troy (Londres)



Source : Thomson Reuters

Spreads souverains émergents avec le T-Bond

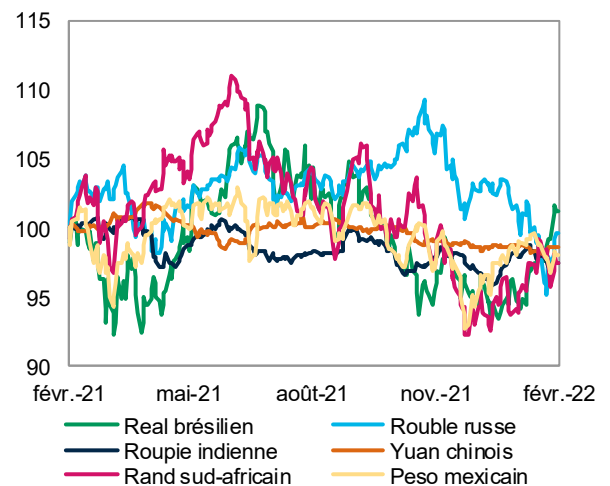
Indices EMBI+ (pdb, dette en USD de plus d'un an)



Source : JP Morgan

Devises émergentes

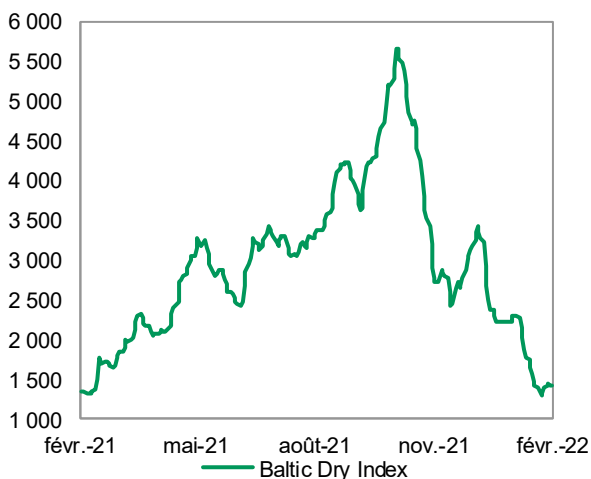
/USD (indice 100 = début de période)



Source : Thomson Reuters

Coût du transport maritime de vrac sec

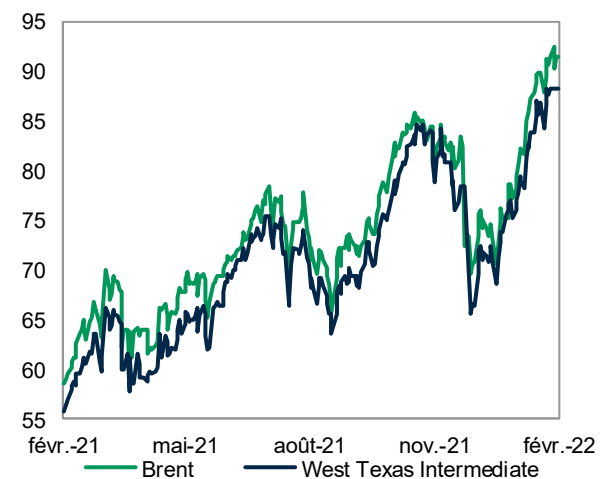
Baltic Dry Index (USD/point)



Source : Baltic Exchange

Cours du baril de pétrole brut en USD

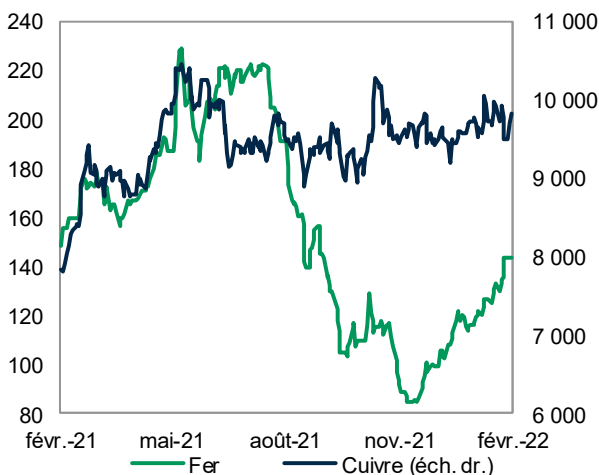
Brent (mer du Nord) et WTI (golfe du Mexique)



Source : Thomson Reuters

Cours des métaux

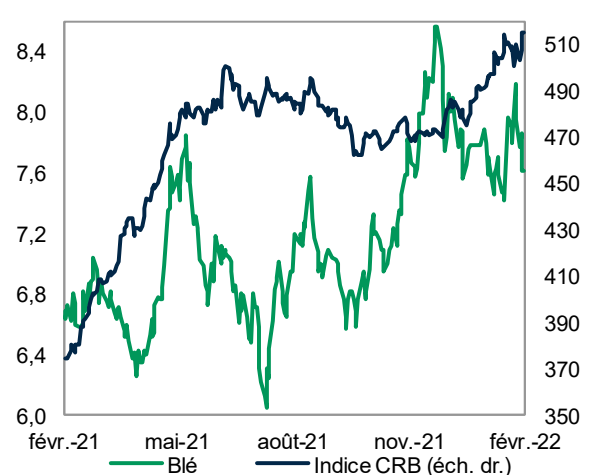
USD/tonne métrique



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
02/02/2022	<u>Zone euro – Conjoncture, flash : une première estimation du PIB à 0,3% au T4 2021</u>	Zone euro
02/02/2022	<u>Mexique – Le risque de résistance de l'inflation</u>	Amérique latine
01/02/2022	<u>Turquie – La crise, derrière l'apesanteur</u>	Turquie
31/01/2022	<u>États-Unis – La Fed confirme le démarrage très proche de son resserrement monétaire</u>	États-Unis
28/01/2022	<u>Monde – L'actualité de la semaine</u>	Monde
28/01/2022	<u>France – Conjoncture, Flash PIB : le PIB poursuit sa marche en avant</u>	France
27/01/2022	<u>Draghi ou pas Draghi ? Une élection à enjeux en Italie</u>	Italie
27/01/2022	<u>Zone euro – Grande démission ? Non merci</u>	Zone euro
26/01/2022	<u>Ghana – Fortes incertitudes sur la soutenabilité de la dette souveraine</u>	Afrique
25/01/2022	<u>Russie, États-Unis, Ukraine – Le moment Cuba</u>	Ukraine
25/01/2022	<u>Royaume-Uni – Scénario 2021-2023 : une nouvelle année de défis</u>	Royaume-Uni
25/01/2022	<u>Europe – Et si, finalement, 2022 était une bonne année ?</u>	Europe
24/01/2021	<u>Chine – 2022, ou la lutte annoncée de la structure et de la conjoncture</u>	Chine

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 : Slavina 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.