

# Perspectives

Hebdomadaire – N°22/056 – 11 février 2022

## MONDE – L'actualité de la semaine

☞ Les marchés encaissent une nouvelle surprise sur l'inflation américaine .....	2
☞ Zone euro : les discours de Bruxelles et de Francfort sur l'inflation semblent à peu près alignés.....	3
☞ Allemagne : une pointe d'optimisme dans l'industrie en fin d'année .....	3
☞ Allemagne : recentrage du commerce extérieur sur les partenaires de l'Union en décembre.....	4
☞ Italie : recul de la production en fin d'année .....	5
☞ Royaume-Uni : faible impact d'Omicron sur le PIB au T4 .....	6
☞ Émirats arabes unis : l'impôt sur les sociétés va améliorer les comptes publics .....	8
☞ Franc CFA : l'inflation augmente pour l'instant plus vite en zone UEMOA .....	9

## Les marchés encaissent une nouvelle surprise sur l'inflation américaine

Le chiffre de l'inflation américaine pour le mois de janvier était la donnée économique la plus attendue de la semaine. Elle a de nouveau surpris à la hausse. L'indice des prix à la consommation CPI a augmenté de 0,6% sur le mois (après +0,6% au mois de décembre également), ce qui conduit à un taux d'inflation annuel à 7,5% (+0,5 point par rapport au mois précédent).

Les prix des produits alimentaires et de l'énergie progressent sur un rythme élevé (+0,9% sur le mois dans les deux cas). La forte hausse des prix de l'électricité (+4,2%) a été partiellement compensée par les baisses des prix de l'essence et du gaz (-0,8% et -0,5% respectivement).

L'inflation sous-jacente (hors alimentation et énergie) augmente également de 0,6% sur le mois et de 6% sur un an (+0,5 point), ce qui représente un plus haut depuis 1982. Des hausses de prix plus ou moins élevées sont constatées sur toutes les composantes sous-jacentes, les plus marquées étant celles des voitures et camions d'occasion (+1,5% sur le mois), des vêtements (+1,1%) et des services de transport (+1%), la plupart des autres catégories affichant des augmentations modestes.

La composante logement mérite une attention particulière. Elle représente près du tiers de l'indice CPI total. Elle a tendance à réagir aux prix des maisons avec un décalage, de sorte que cette catégorie pourrait augmenter davantage au cours des prochains mois, compensant en partie l'impact de la normalisation anticipée des composantes dont les prix avaient fortement augmenté après la réouverture de l'économie. Les prix des logements connaissent une hausse de 4,4% en variation sur un an, en accélération après 1,5% en février 2021.

Nous anticipons des rythmes d'inflation élevés tout au long de l'année 2022, bien qu'une modération progressive soit prévue après un pic au premier trimestre. Nos dernières prévisions tablent sur une inflation sous-jacente d'environ 6,5% en mars et une baisse à près de 4% d'ici la fin de l'année 2022. Une inflation élevée pour plus longtemps et un marché du travail très tendu ont conduit la Fed à opérer un virage *hawkish* ces dernières semaines vers un calendrier de normalisation plus agressif. À

ce stade, un relèvement des taux des *Fed funds* au mois de mars prochain semble acquise. D'ici là, nous aurons les chiffres d'inflation du mois de février. Une nouvelle surprise à la hausse risque d'augmenter la probabilité d'une hausse des taux des *Fed funds* de 50 points de base, bien que cela ne soit pas notre scénario central à ce stade.

En réponse à ces chiffres d'inflation supérieurs aux anticipations et révélateurs de hausses de prix plus généralisées, les marchés de taux américains ont continué leur *sell-off* cette semaine. Le taux à dix ans américain est repassé jeudi au-dessus de 2% pour la première fois depuis juillet 2019, soit une hausse de 50 points de base depuis le début de l'année. Avec les anticipations de resserrement plus agressif de la Fed (les marchés anticipant à présent six hausses de taux cette année), l'aplatissement de la courbe des taux américains s'est poursuivi, le taux à deux ans terminant la semaine à près de 1,6%, soit son niveau de décembre 2019.

En Europe, les marchés ont continué de s'ajuster à la communication *hawkish* de la BCE lors de sa réunion du 3 février. Un dénouement des positions de portage sur l'euro a été leur réaction immédiate, laissant place à des craintes relatives à l'impact d'une BCE *hawkish* sur les pays de la périphérie de la zone euro et sur les marchés actions. Les primes de risque ont continué de s'écarter cette semaine avec un gain de 12 points de base pour l'Italie et de 9 points de base pour l'Espagne, atteignant des plus hauts depuis juin/juillet 2020. Après avoir semé le trouble, la BCE a semblé vouloir rassurer les marchés vis-à-vis de tout risque d'action trop hâtive. Christine Lagarde et le chef économiste de la BCE, Philippe Lane, ont tous deux tenu des propos plus *dovish*, ce qui a fini par redonner du soutien à l'appétit pour le risque. L'indice actions Eurostoxx 50 termine la semaine sur une hausse de plus 1%, tandis que le S&P 500 et le Nasdaq 500 parviennent à limiter les dégâts avec une performance nulle sur la semaine. Une BCE *hawkish* est favorable à une réappréciation de l'euro, qui à son tour serait porteuse de désinflation importée. Mais il faudra attendre que se dissipent les risques géopolitiques à court terme. Cette semaine, l'euro a continué de céder du terrain aussi bien contre le dollar que contre la livre sterling.

## Zone euro

### Zone euro : les discours de Bruxelles et de Francfort sur l'inflation semblent à peu près alignés

La Commission européenne a présenté ses nouvelles prévisions qui intègrent une décélération modérée de la croissance et une certaine intensification des facteurs adverses. C'est ainsi que sa prévision de croissance pour l'année 2022 est revue à la baisse à 4% (contre 4,3% dans ses prévisions de novembre dernier). Pour 2023, la croissance est en revanche révisée à la hausse à 2,7% (vs 2,4% précédemment). Les risques qui pèsent sur la croissance sont équilibrés. L'évolution de la demande mondiale est encore assortie d'un risque baissier, lié à la persistance de la pandémie, à la normalisation des politiques monétaires et aux vicissitudes de l'immobilier chinois, tandis que la demande domestique présente un risque haussier grâce à la l'existence d'un excédent d'épargne pouvant être mobilisé plus massivement. L'offre présente encore un risque baissier, notamment en raison du risque d'un dénouement plus long des problèmes de blocage des chaînes d'approvisionnement.

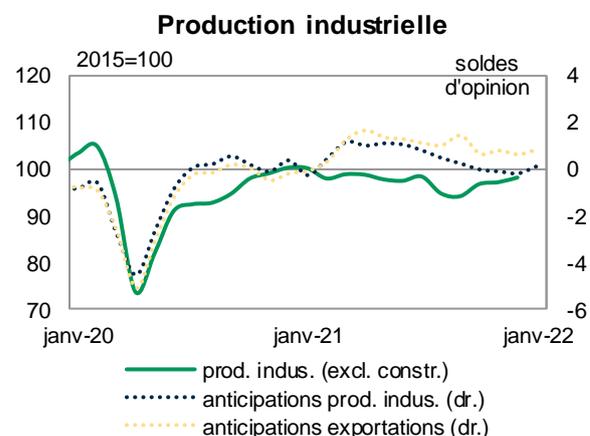
Bien que la Commission affirme que le risque sur l'inflation est orienté à la hausse, elle ne croit pas à un retour durable de l'inflation dans son scénario

central. Elle a certes relevé sa prévision d'inflation pour 2022 de 2,2% à 3,5%, mais pour 2023 la révision est bien plus modérée à 1,7% (vs 1,4% dans ses prévisions de novembre). La révision de sa prévision pour 2022 est due, d'une part, à un effet d'acquis de la fin d'année 2021 et, d'autre part, à de nouvelles évolutions qui augmentent la dynamique en 2022. Parmi celles-ci, le transfert progressif de la hausse des prix de gros aux prix de détail, la diffusion de la hausse des prix des intrants due aux goulets d'étranglement sont à l'œuvre. La contribution des prix de l'énergie, bien qu'encore importante au cours du premier semestre devrait progressivement se réduire avec la baisse implicite dans les contrats *forward* de gaz, pétrole et électricité. Si la Commission exclut un retour durable de l'inflation, c'est que l'enclenchement d'une boucle prix-salaires est empêché par les capacités excédentaires résiduelles sur le marché du travail et par l'environnement d'incertitude qui feront privilégier l'objectif de maintien de l'emploi sur les revendications salariales. Le partage de la valeur ajoutée en faveur des salaires sera également entravé par la remontée des coûts non salariaux qui viennent éroder les marges des entreprises.

**✓ Notre opinion** – Ce discours de la Commission, peu inquiet quant à une spirale inflationniste, a été doublé d'une tonalité moins agressive face à l'inflation de la BCE cette semaine. Que ce soit dans son discours au Parlement européen ou dans son interview à RNW Deutschland, C. Lagarde a semblé vouloir rassurer vis-à-vis de tout risque d'action trop hâtive. Elle a souligné qu'on n'avait pas encore atteint l'objectif de stabilisation durable de l'inflation à la cible sur le moyen terme, bien que l'on s'en rapproche. Elle a aussi souligné – plus que dans sa conférence de presse du 3 février – le risque que fait peser une inflation plus soutenue sur la demande et sur les conséquences d'une moindre demande affaiblissant l'inflation. I. Schnabel a ajouté qu'une augmentation des taux ne pourra pas faire baisser les prix de l'énergie et qu'elle n'a de sens que si les anticipations d'inflation ne sont plus ancrées, ce qui n'est pas le cas aujourd'hui.

### Allemagne : une pointe d'optimisme dans l'industrie en fin d'année

La production industrielle hors énergie et construction a augmenté de 1,2% sur un mois, en décembre, après +0,5% en novembre. Cette performance est principalement portée par la production de biens d'équipement et dans une moindre mesure des biens intermédiaires, tandis que celle des biens de consommation a reculé de 0,5% sur le mois. En dehors de l'industrie, la construction a fortement chuté, -7,3% ce dernier mois, tandis que l'énergie enregistre un faible repli (-0,7%). Sur un an, la production industrielle demeure en recul de 2,2% et comparativement à février 2020, dernier mois avant la crise épidémique, elle accuse encore un écart de 6,5% par rapport à son niveau d'avant-crise.



Sources : Destatis, Crédit Agricole S.A.

Les chiffres de la production automobile dévoilés par la VDA, signalent toujours un secteur en grande difficulté en décembre avec une production encore inférieure de près de 26% à son niveau d'avant-crise. Toutefois, les perspectives sur l'ensemble du

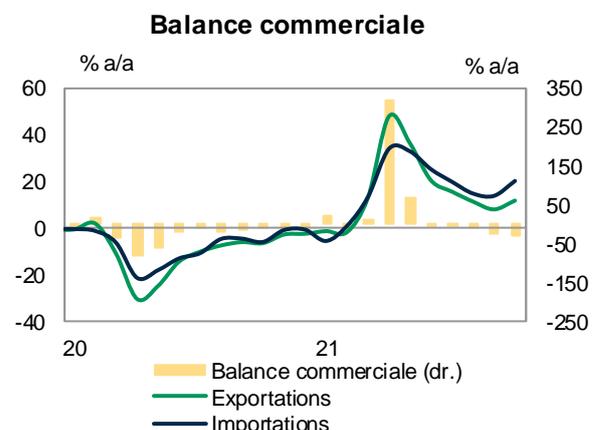
secteur industriel semblent se redresser avec des commandes domestiques et à l'exportation en nette amélioration, même si ces dernières peinent à se redresser dans l'automobile et la métallurgie.

**Notre opinion** – L'activité industrielle allemande a poursuivi son redressement au mois de décembre sous l'effet de moindres tensions d'approvisionnement en fin d'année. Néanmoins, la production automobile et de machines et équipements, deux secteurs cruciaux pour l'activité allemande, continuent de peser sur l'ensemble de l'industrie, en dépit d'un allègement des contraintes d'offre. Ce retard d'activité met en évidence les difficiles transformations du secteur automobile pour reconquérir une demande hésitante en ces temps d'épidémie où l'élargissement du télétravail au plus grand nombre limite les déplacements des salariés.

**Allemagne : recentrage du commerce extérieur sur les partenaires de l'Union en décembre**

Les exportations allemandes ont augmenté de 0,9% sur un mois en décembre pour atteindre 120,3 Mds €. Dans le même temps, les importations se sont élevées à 113,5 Mds €, en hausse de 4,7% sur le mois. Au total, le solde commercial s'établit donc à 6,8 Mds €, en baisse par rapport à novembre (10,8 Mds €). Les exportations se situent dorénavant 6,8% au-dessus de leur niveau pré-crise et les importations 23,4% au-dessus. Les exportations intra-UE ont surpassé les importations, dégagant ainsi un excédent commercial tirant l'ensemble des échanges commerciaux. Les exportations à destination des pays tiers sont restées au même niveau que les importations, limitant la contribution des pays tiers à la croissance de la balance commerciale. Les exportations vers le Royaume-Uni ont continué de chuter, mais les importations en provenance de ce partenaire ont reculé beaucoup plus fortement, conduisant à une balance commerciale encore positive. Les exportations vers les États-Unis ont progressé de 16,7% et les importations de seulement 13,6%, créant un nouvel excédent commercial

élevé. Les exportations vers la Chine se sont en revanche contractées, tandis que les importations ont fortement augmenté, creusant davantage le déficit de l'Allemagne avec ce pays.

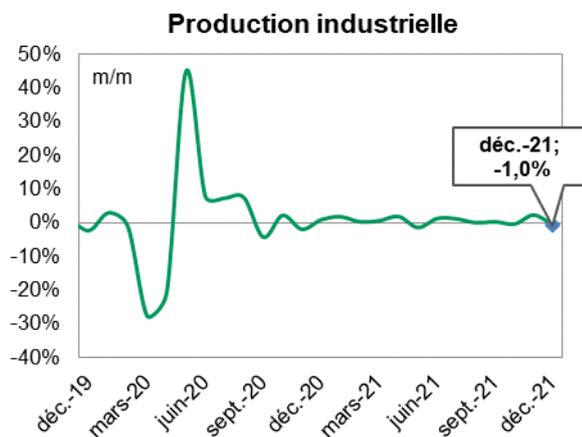


Sources : DB, Crédit Agricole S.A.

**Notre opinion** – La balance commerciale allemande a bénéficié du soutien des échanges commerciaux avec ses partenaires de l'Union européenne en décembre, alors que le commerce avec les pays tiers a été moins prospère. Toutefois, les performances à l'exportation du pays s'amenuisent avec un excédent commercial en baisse pour la cinquième année consécutive, notamment en raison des exportations vers la Chine, plus irrégulières, et des importations en provenance de celle-ci en croissance continue. Les échanges avec les États-Unis permettent en revanche de compenser en partie ce manque à gagner. La crise épidémique explique cette volatilité des performances à l'exportation, tandis qu'une demande intérieure de plus en plus soutenue alimente un niveau élevé d'importations en provenance des pays tiers.

 **Italie : recul de la production en fin d'année**

La production industrielle clôture l'année 2021 sur un repli de 1% en décembre par rapport au mois précédent. En dépit de cette baisse, l'indice enregistre une faible progression sur le trimestre de 0,5%, en net ralentissement par rapport aux deux trimestres précédents (1,2% T2 et 1,1% au T3).

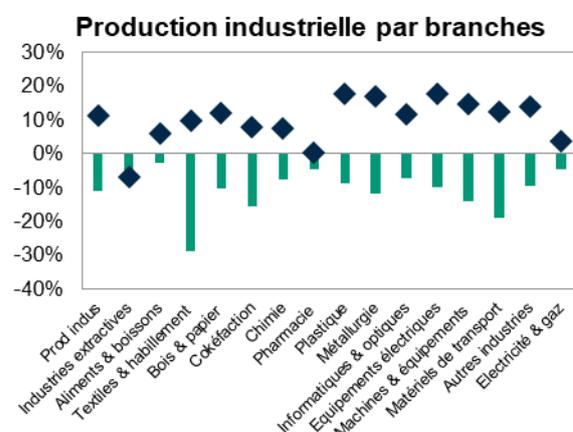


Sources : Istat, Confindustria Crédit Agricole S.A.

Comparativement au mois précédent, l'ensemble des catégories de biens sont en recul, à l'exception de l'énergie qui progresse modestement de 0,1%. La baisse la plus forte est enregistrée par la catégorie des biens de consommation durables dont l'indice diminue de 4,8%, tandis que celui des biens de consommation non durables baisse de 0,1%. L'indice de production pour les biens d'investissement enregistre un recul de 2,2%.

En variation sur un an, l'indice global a augmenté de 4,4%, porté par des hausses significatives dans les catégories de biens de consommation (+10,4%) et l'énergie (+8,9%). La croissance a été plus limitée pour les biens intermédiaires (+2,1%) et les biens d'équipement (+0,3%). Par branche, la production de produits pharmaceutiques, l'industrie du bois, du papier et de l'imprimerie et la cokéfaction et les produits pétroliers raffinés se démarquent par de fortes hausses, de respectivement +25,4%, +18,7% et +16,5%. Inversement, l'industrie minière, la fabrication de matériel de transport, la métallurgie et la fabrication de produits métalliques sont en net repli par rapport à décembre 2020 de -13,9%, -3,7% et -3,4%.

Sur l'ensemble de l'année, la production industrielle enregistre une hausse de 11,8% en moyenne, après un recul de 11,4% en 2020. L'indice global a augmenté au cours des quatre trimestres, mais la forte dynamique entamée dès la fin 2020 et qui s'est intensifiée au cours du premier semestre de 2021 a progressivement ralenti sur la deuxième moitié de l'année. En niveau, la production industrielle en fin d'année 2021 est supérieure de 2% à celle enregistrée en février 2020, soit le dernier mois précédent le début de la crise du Covid-19. La récupération a concerné toutes les catégories de biens, mais elle a été plus dynamique dans les biens intermédiaires et les biens d'équipement, qui après une baisse de -11% et -12,3% augmentent de respectivement 14,7% et 12,9%.



Sources : Istat, Crédit Agricole S.A. ■ 2020 ◆ 2021

Par branche, la récupération reste très hétérogène et l'on distingue clairement les gagnants et les perdants de la crise. Parmi les secteurs qui ont peu profité de la forte demande post-confinement, on peut citer la fabrication de produits plastiques, l'industrie électronique, ainsi que la métallurgie dont la croissance en 2021 atteint plus de 16% pour les trois branches d'activité. Dans le même temps, le textile et habillement, la fabrication de produits pharmaceutiques, ainsi que la production de matériels de transport n'ont que partiellement récupéré la baisse de 2020.

**Notre opinion** – La production industrielle italienne a sans conteste été l'un des moteurs de la reprise en Italie. Mais le secteur manufacturier semble faire face à un retournement de cycle depuis le quatrième trimestre 2021. En effet, les goulets d'étranglement dans les chaînes d'approvisionnement, la forte hausse du prix des intrants qui érodent les marges des entreprises, ainsi que les difficultés de recrutement de personnel qualifié pénalisent la production. Après avoir bien résisté au cours du trimestre, les indices de confiance des entreprises du secteur tendent à s'affaiblir et les indicateurs commencent à signaler des perspectives moins favorables dans les prévisions de production. À ce titre, l'indice de production de la Confindustria, qui a déjà enregistré un recul en décembre de 0,7%, signale un nouveau repli de l'activité industrielle en janvier de 1,3%.

## Royaume-Uni

### Royaume-Uni : faible impact d'Omicron sur le PIB au T4

Le PIB britannique a crû de 1% en variation trimestrielle au quatrième trimestre 2021, globalement en ligne avec les anticipations (Crédit Agricole : 0,9%, consensus Bloomberg : 1,1%). La croissance s'établit au même rythme qu'au troisième trimestre dont le chiffre a été de nouveau révisé légèrement à la baisse.

Après une baisse historique du PIB de 9,4% en 2020, l'activité enregistre un rebond de 7,5% en moyenne annuelle en 2021. Ce résultat est supérieur aux anticipations (Crédit Agricole : 7,2%) grâce à des révisions à la hausse des chiffres de croissance pour le premier et le deuxième trimestre 2021.

Le commerce extérieur a contribué le plus à la croissance du PIB sur le trimestre (de 1,7 point de pourcentage). Les exportations rebondissent de 4,9% sur le trimestre, après avoir baissé de 4,7% au troisième trimestre, tandis que les importations baissent de 1,5%, après avoir crû de 3,6% le trimestre précédent. Les exportations de biens enregistrent une hausse de plus de 11%, celles de services reculent de 1,8%. La baisse des importations reflète un recul à la fois des importations de services (-3%) et des importations de biens (-1%).

Côté demande intérieure, tous les postes contribuent positivement à la croissance à l'exception des stocks (-0,7 point de pourcentage) et des acquisitions nettes d'objets de valeur (-1,5 point).

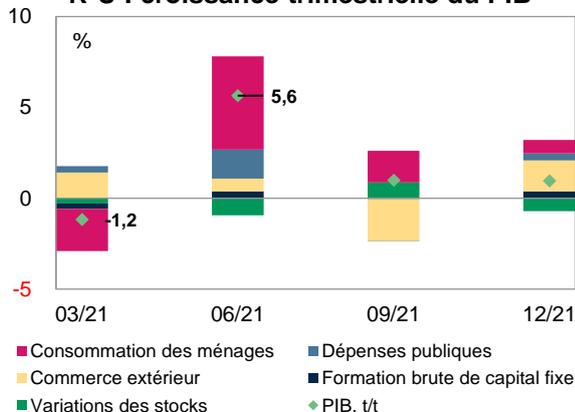
La consommation des ménages croît de 1,2% sur le trimestre (après 2,9% au T3), moins qu'anticipé, et se situe 0,4% sous son niveau pré-crise. Les

ménages ont dépensé plus dans le transport, le tourisme et les vêtements, mais moins dans la restauration et les hôtels, en raison de l'apparition du variant Omicron. La consommation des ménages apporte 0,7 point de pourcentage à la croissance trimestrielle, soit la plus forte contribution au sein de la demande intérieure, suivie par la consommation publique qui apporte 0,4 point supplémentaires. La consommation publique enregistre une hausse de 1,9% sur le trimestre (après une croissance nulle au T3), tirée par les dépenses dans le secteur de la santé qui ont vu à la fois une forte hausse des tests Covid et des vaccinations en lien avec l'administration d'une troisième dose.

La formation brute de capital fixe augmente solidement, +2,2% au T4 (après -0,2% au T3) et contribue pour 0,4 point de pourcentage à la croissance. L'investissement productif rebondit, quoique timidement (+0,9% après -0,8% au T3), tandis que l'investissement immobilier augmente de 5,7% (après 0,1% au T3) et l'investissement public progresse sensiblement, de 5,3% (après 1% au T3).

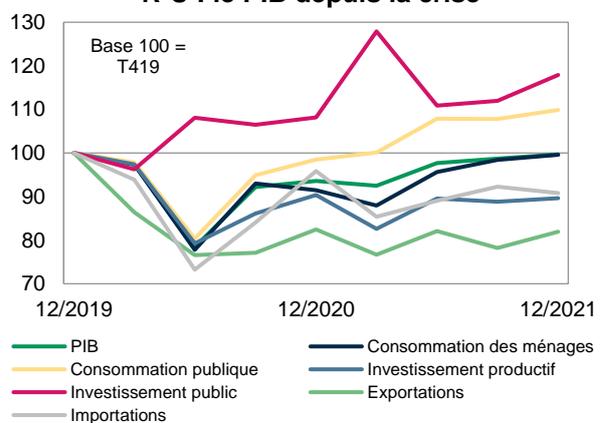
L'analyse de l'évolution du PIB depuis le début de la crise fait ressortir une reprise toujours tirée par la consommation et l'investissement public qui se situent respectivement 10% et 18% au-dessus de leur niveau pré-crise. En revanche, l'investissement productif demeure très en-deçà de son niveau du T4-2019 (-10,4%). Avec les exportations (qui se situent 18% sous leur niveau pré-crise), il s'agit toujours des deux plus faibles composantes de la croissance britannique. Elles sont par ailleurs les seules à avoir continué de reculer sur l'ensemble de l'année 2021 (de -1,1% et -0,7% respectivement par rapport à 2020).

R-U : croissance trimestrielle du PIB



Sources : ONS, Crédit Agricole S.A.

R-U : le PIB depuis la crise



Sources : ONS, Crédit Agricole S.A.

Le PIB trimestriel est de 0,4% inférieur à son niveau du T4-2019. En termes mensuels, le PIB de décembre se situe au même niveau qu'en février 2020. L'impact du variant Omicron sur l'activité semble relativement limité, le PIB s'étant replié de seulement 0,2% au mois de décembre (après une

hausse de 0,7% en novembre). Les services accusent une baisse de 0,5%, en raison principalement d'une chute de 3,7% des ventes au détail et de 9,2% dans l'hôtellerie et la restauration. La production manufacturière augmente de 0,2% sur le mois et la construction de 2%.

**☑ Notre opinion** – *Au moment où on aperçoit enfin le bout du tunnel dans la crise du Covid, les défis auxquels doit faire face la croissance britannique cette année s'annoncent nombreux. Les ménages subissent une baisse de leur pouvoir d'achat en raison de la hausse de l'inflation (qui devrait dépasser 7% en avril), mais aussi de la pression fiscale (hausse des contributions sociales, gel des seuils d'imposition des revenus). La banque centrale va également continuer d'augmenter ses taux à court terme et va réduire la taille de son bilan. D'un autre côté, le marché du travail est extrêmement dynamique et annonciateur de hausses des salaires.*

*En conséquence, la confiance du consommateur cède du terrain, mais ne s'effondre pas. Les ménages, toujours relativement confiants, devraient globalement continuer à puiser dans leur épargne pour maintenir leur consommation et à recourir au crédit. En outre, la dissipation de l'incertitude liée au Covid plaide pour un fort potentiel de rebond dans les secteurs qui ont été le plus frappés par la crise (tourisme, culture, loisirs). Moins d'incertitude est aussi synonyme de plus d'investissement dans la sphère privée, où le potentiel de rattrapage du niveau de pré-crise demeure significatif. L'investissement productif devrait en outre être temporairement soutenu en 2022 par les incitations fiscales (la « super deduction »). En revanche, le ralentissement des principaux partenaires commerciaux (États-Unis, Union européenne) offre peu d'optimisme pour les exportations. Le commerce extérieur devrait demeurer un contributeur négatif à la croissance cette année.*

## Pays émergents

### Moyen-Orient et Afrique du Nord

#### Émirats arabes unis : l'impôt sur les sociétés va améliorer les comptes publics

Les réformes fiscales se poursuivent dans les pays du Golfe et plus particulièrement aux Émirats qui adoptent progressivement les normes fiscales internationales. Après avoir introduit une TVA de 5% en 2018, après la chute des prix du pétrole de 2014, le gouvernement émirati annonce l'introduction d'un impôt sur les sociétés (IS) au taux de 9% à partir de juin 2023. Le secteur pétrolier (production) et les PME ne seront pas soumis à ce nouvel impôt. Les zones franches *off-shore* seront également exclues du périmètre. Les banques étrangères sont, elles, déjà assujetties à un impôt sur les sociétés de 20%.

Cette réforme est la conséquence assez directe des enseignements tirés de la crise sanitaire qui a mis en évidence une certaine vulnérabilité économique. La pandémie a fragilisé le tissu économique, notamment les secteurs touristique et logistique, ce qui a aussi eu des effets très négatifs sur les déficits budgétaires. Il s'agit donc de diversifier les ressources financières et fiscales qui proviennent encore à 55% des hydrocarbures (année 2019).

Le taux de 9% est modeste en comparaison des normes internationales et des autres pays du Golfe (à part Bahreïn, les quatre autres pays du Golfe ont des taux d'IS de 10% à 20%). Le taux est donc très compétitif et ne devrait donc pas détourner les investissements directs étrangers (IDE) de la destination émiratie en tant que zone favorable au développement des affaires. Les IDE, de 10 milliards de dollars en 2017 et en 2018, ont progressé à 18 milliards de dollars en 2019 et à 20 milliards en 2020, représentant le pourcentage élevé de 5,6% du PIB de la fédération.

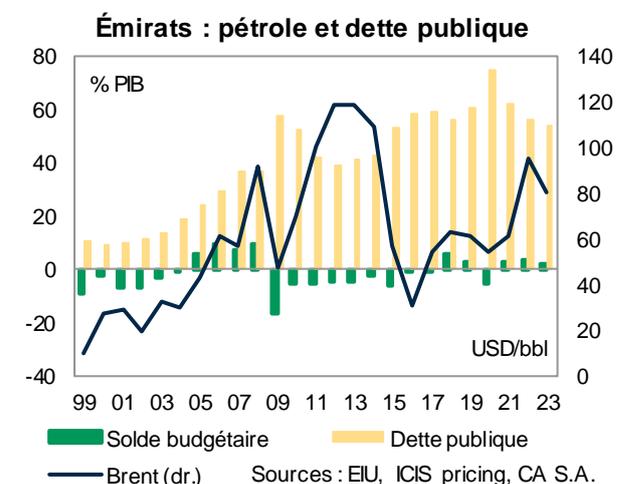
Comme pour la TVA, un système de péréquation est prévu pour réallouer aux Émirats d'origine les sommes qui leur reviennent.

Les autorités confirment qu'à ce stade, aucun impôt sur le revenu n'est prévu. De même, le pays reste

exempt de taxes immobilières ou de taxes sur les plus-values.

Le renforcement de la fiscalité va permettre de restaurer les équilibres budgétaires et de faire diminuer la dette publique. Le chiffrage des recettes attendues n'est pas aisé, mais devrait s'établir en pourcentage du PIB, comme lors de l'introduction de la TVA. Alors que les recettes budgétaires sont encore trop dépendantes des prix et des volumes de pétrole exportés, le gouvernement cherche donc un rééquilibrage des finances publiques en accompagnant l'évolution de la composition du PIB et évitant, comme cela s'est produit en Arabie, d'augmenter trop brutalement la TVA, l'impôt le moins juste socialement et qui avait fortement pesé sur la consommation des ménages, tout en ayant un léger effet inflationniste.

En 2018, l'introduction de la TVA, aidée par une hausse des prix du pétrole, avait permis au pays de renouer avec les excédents budgétaires de 2% du PIB. En 2020, la hausse du ratio de dette publique s'est élevé à 14% du PIB, compte tenu de la récession, mais devrait mécaniquement baisser de 12 points de PIB grâce à la reprise en 2021.

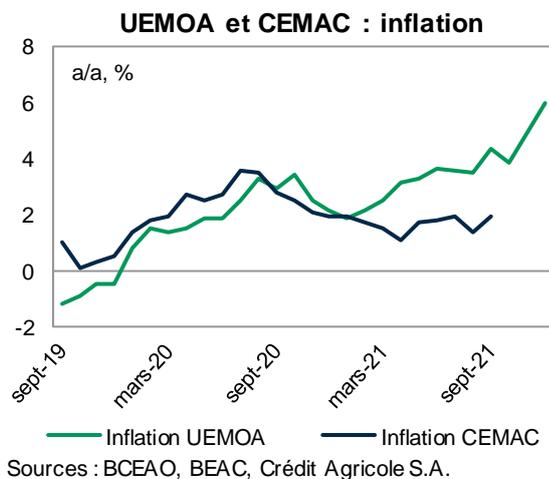


**Notre opinion** – Cette décision est un signe positif de l'adaptation du régime fiscal à une réalité économique beaucoup moins favorable depuis la crise sanitaire du Covid. Cette mesure ne devrait pas avoir d'impact négatif sur l'attractivité du pays, ni sur l'activité et l'environnement des affaires. Les marges de manœuvre fiscales restent encore très élevées dans les pays producteurs de pétrole. Ce sont toujours des zones privilégiées en termes de pression fiscale, compte tenu des ressources élevées de la rente.

## Afrique sub-saharienne

### Franc CFA : l'inflation augmente pour l'instant plus vite en zone UEMOA

Les deux zones monétaires africaines du franc CFA, l'Union économique et monétaire ouest-africaine (UEMOA) et la Communauté économique et monétaire d'Afrique centrale (CEMAC), ont enregistré sur la période 2000-2019 une inflation moyenne de respectivement 2% et 2,5%, contre 9,5% pour l'Afrique sub-saharienne. La stabilité des prix des deux zones provient notamment de l'arrimage à l'euro, tandis que la crédibilité des institutions monétaires locales et leur coopération avec le Trésor français ancrent les anticipations d'inflation.



Les deux régions connaissent néanmoins un regain d'inflation similaire à ce qui est observé ailleurs dans le monde. L'évolution de la hausse des prix a cependant divergé durant la seconde moitié de l'année 2021. Les derniers chiffres de l'année ne sont pas encore connus pour la zone d'Afrique centrale, mais l'écart au dernier point commun, en septembre dernier, montrait une différence de 2,5 points de pourcentage de hausse des prix en moyenne annuelle (1,9% pour la CEMAC, contre 4,3% en UEMOA).

Si la composante importée de l'inflation (en particulier à cause du renchérissement des coûts de transport) est bien présente, les causes de l'inflation et de son renforcement sont aussi locales. Ainsi, en zone UEMOA à la fin du mois de novembre la

hausse des prix à la consommation atteignait 4,9%, à laquelle la hausse des prix des biens et services locaux contribuait à hauteur de 3,4 points de pourcentage et les produits importés de 1,5 point.

Dans les deux régions, c'est la composante « alimentation » de l'indice qui tire la hausse des prix. Cette composante représente un peu moins d'un tiers du panier de consommation de référence. En plus de la progression très forte des prix alimentaires mondiaux (l'indice de la FAO a progressé de plus de 25% en 2021) et donc des importations alimentaires, des facteurs locaux ont renchéri le prix des aliments produits sur place, notamment du fait de moins bonnes récoltes céréalières dans des pays sahéliens.

La hausse des prix de certains biens alimentaires est donc très importante : en glissement annuel, le prix des céréales augmente par exemple de 15% au Burkina Faso, celui des légumes frais de plus de 25% en Côte d'Ivoire. Ce facteur alimentaire local explique en partie la différence d'inflation entre les deux zones du franc CFA. En septembre dernier, les prix des produits alimentaires avaient progressé de 3,4% en variation annuelle en UEMOA, contre seulement 1,3% pour la zone CEMAC. Le statut de producteur de pétrole de la plupart des pays CEMAC limite également l'effet de la hausse des prix énergétiques.

Cependant, l'inflation dans les pays d'Afrique centrale est également attendue en hausse cette année, notamment du fait de l'effet retardé de la transmission des coûts du fret, en forte hausse. La Banque des États de l'Afrique centrale (BEAC) pointe notamment un délai de réaction de six à douze mois entre l'inflation importée et l'inflation dans la zone, du fait des rigidités de prix.

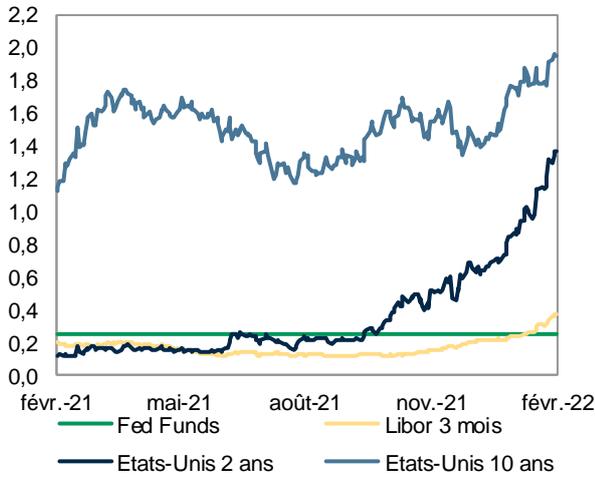
Enfin, la différence de dynamisme économique entre les deux zones favorise aussi un écart dans la dynamique inflationniste *via* la vigueur de la demande interne. Sur la période 2021-2023, la croissance du PIB de la zone UEMOA est attendue deux fois plus forte que pour la CEMAC.

**Notre opinion** – La forte informalité de ces économies limite en partie les effets de boucle et de transmission aux salaires. Mais la persistance de l'effet de la hausse des coûts de transport prolongera les tensions inflationnistes. Les effets sur les prix alimentaires sont en revanche immédiats et peuvent avoir des conséquences déstabilisatrices fortes pour ces pays, que des interventions publiques tentent de limiter : encadrement du prix des produits de première nécessité ou rabais douanier pour absorber une partie des coûts du fret au Cameroun.

## Tendances à suivre

### Taux d'intérêt en dollar américain

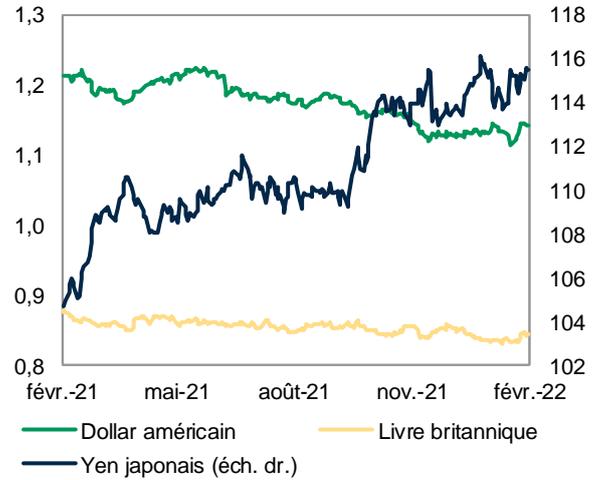
%, interbancaire (Londres) et souverains (États-Unis)



Source : Thomson Reuters

### Taux de change des principales devises

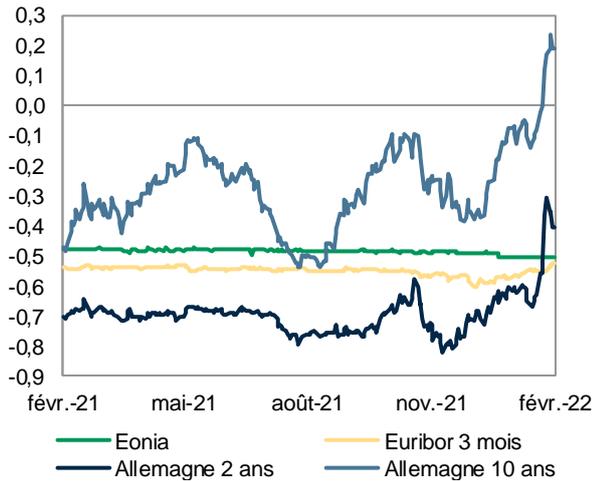
EUR/USD, EUR/GBP et USD/JPY



Source : Thomson Reuters

### Taux d'intérêt en euro

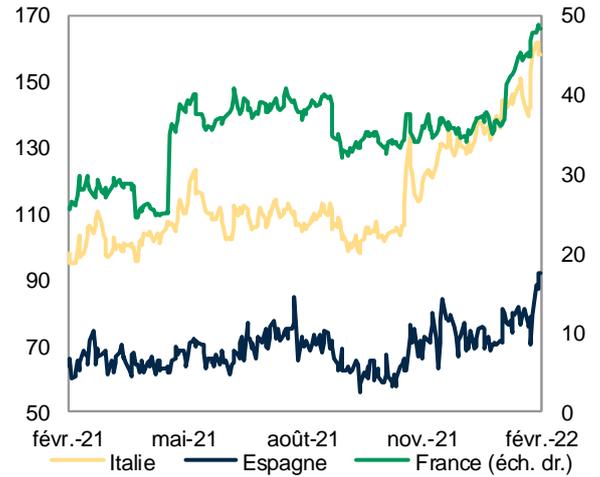
%, interbancaires (Londres) et souverains (Allemagne)



Source : Thomson Reuters

### Spreads souverains européens avec le Bund

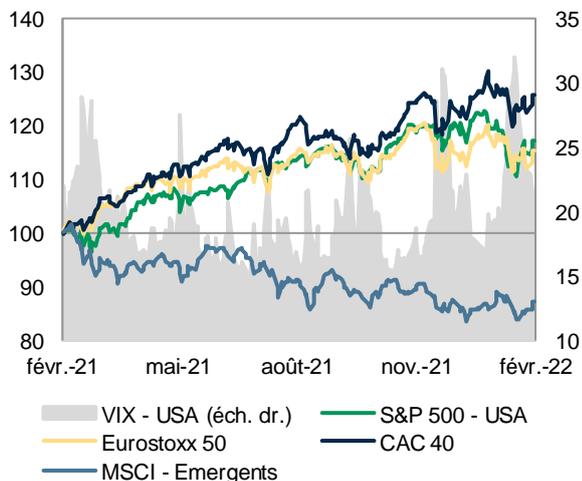
Pdb, dette en EUR à dix ans



Source : Thomson Reuters

### Marché actions

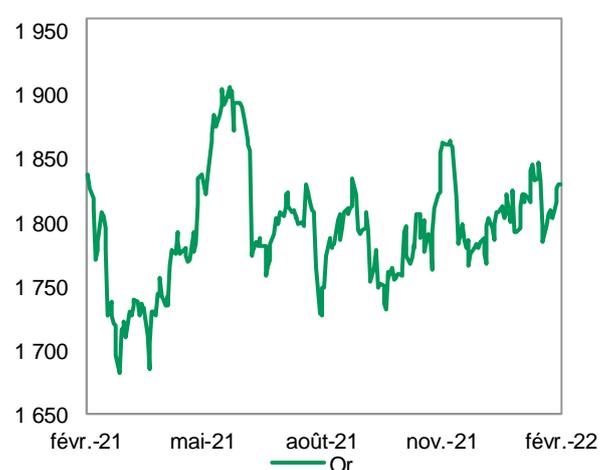
Indice boursiers (100 = début de période) et volatilité VIX



Source : Thomson Reuters

### Cours de l'once d'or

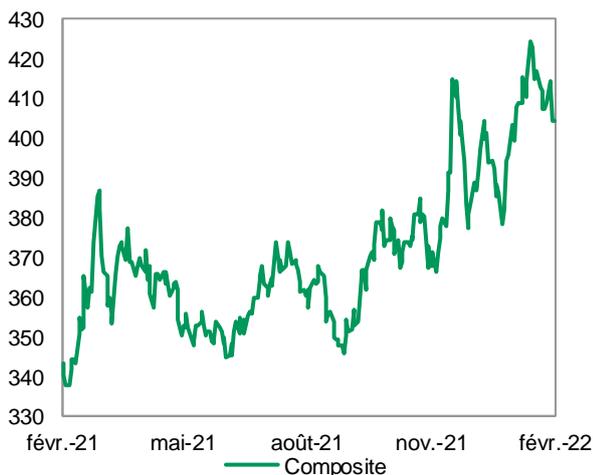
USD/Once troy (Londres)



Source : Thomson Reuters

### Spreads souverains émergents avec le T-Bond

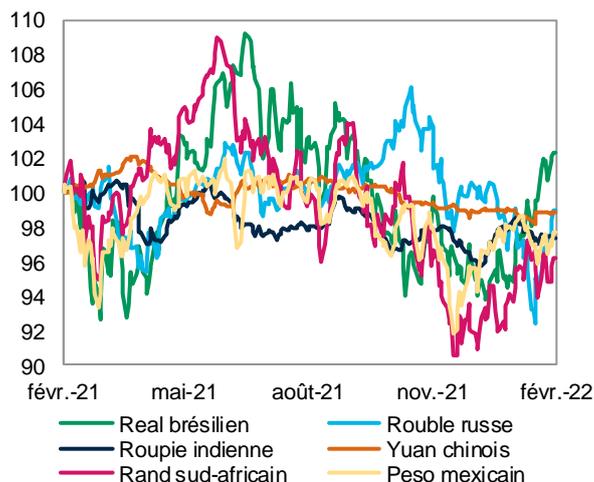
Indices EMBI+ (pdb, dette en USD de plus d'un an)



Source : JP Morgan

### Devises émergentes

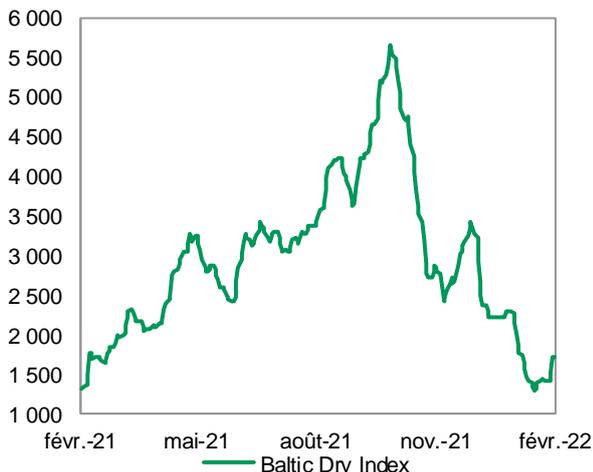
/USD (indice 100 = début de période)



Source : Thomson Reuters

### Coût du transport maritime de vrac sec

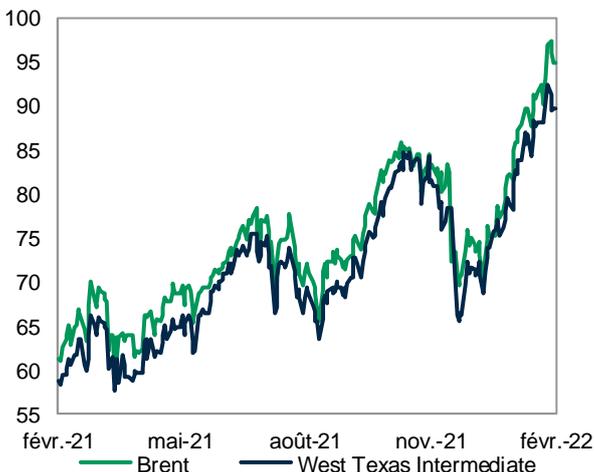
Baltic Dry Index (USD/point)



Source : Baltic Exchange

### Cours du baril de pétrole brut en USD

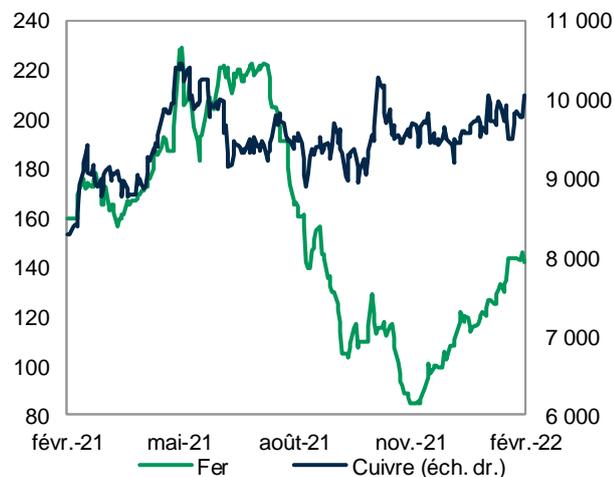
Brent (mer du Nord) et WTI (golfe du Mexique)



Source : Thomson Reuters

### Cours des métaux

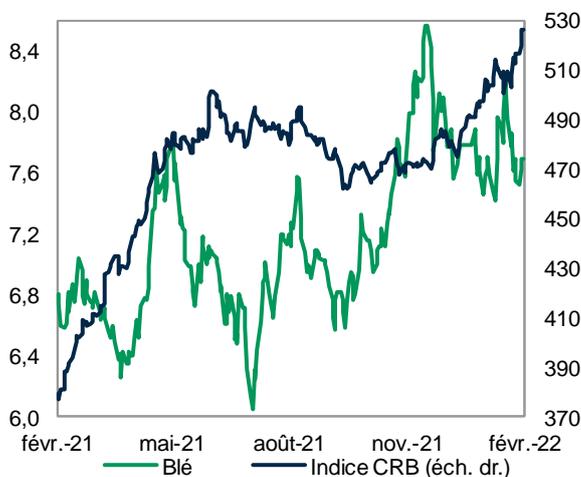
USD/tonne métrique



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](#)

### 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 LÉBOUGRE (coordination scénario)

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

**Afrique sub-saharienne :** Thibault ALIX

**Documentation :** Dominique PETIT, Elisabeth SERREAU

**Statistiques :** Robin MOURIER, Alexis MAYER

**Réalisation et Secrétariat de rédaction :** Fabienne PESTY

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

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

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

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

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