

Perspectives

Hebdomadaire – N°22/062 – 18 février 2022

MONDE – L'actualité de la semaine

☞ <i>Un peu d'anxiété mais pas de panique</i>	2
☞ <i>L'Allemagne à la table des faux-semblants ?</i>	3
☞ <i>France : nette baisse du chômage au T4 2021</i>	5
☞ <i>Zone euro : un rattrapage presque complet de l'emploi, plus que complet de l'activité et du taux de chômage</i>	5
☞ <i>Zone euro : remontée des défaillances au T4 2021</i>	6
☞ <i>Zone euro : la production industrielle et la construction italienne tirent leur épingle du jeu</i>	6
☞ <i>Royaume-Uni : l'inflation CPI augmente à 5,5% en janvier malgré une modération des prix de l'énergie</i>	8
☞ <i>Royaume-Uni : le manque de main-d'œuvre continue de s'aggraver</i>	8
☞ <i>Singapour peut-elle s'imposer comme une alternative crédible à Hong Kong ?</i>	10
☞ <i>Pérou : à un pitoyable spectacle politique s'oppose une économie « résiliente »</i>	12
☞ <i>Iran : où en est l'économie à la veille des résultats des pourparlers de Vienne ?</i>	14
☞ <i>République tchèque : un agenda bien chargé</i>	16
☞ <i>Angola : le prix élevé du baril de pétrole améliore logiquement la situation du pays</i>	17

 **Un peu d'anxiété mais pas de panique**

Une petite interruption du mouvement de remontée des taux d'intérêt souverains les plus sûrs avec, en particulier, une baisse du Bund de 8 points de base (pb) sur la semaine, accompagnée d'un repli encore plus marqué du taux allemand à deux ans (-10 pb). Un mouvement de baisse qui imprime également très légèrement sa marque sur le taux court américain alors que le taux à dix ans ne progresse que de 3 pb ce qui, au regard des progressions récentes, est mesuré : à 2% environ, le taux retrouve le niveau de l'été 2019 déjà bien inférieur au « pic » atteint avant que l'économie américaine ne décélère (3,25% en novembre 2018).

De l'appétit (toutefois modéré) pour les actifs sûrs et un peu de défiance à l'égard des actifs plus risqués dont témoignent le recul les principaux marchés actions et l'écartement des *spreads* de crédit qu'il s'agisse des entreprises ou des souverains autres que « super core » de la zone euro. Un élargissement qui épargne l'Italie où les chiffres de dette publique se sont révélés meilleurs que prévu (avec un ratio dette/PIB à 150% en 2021 contre 155% redoutés). Enfin, un léger redressement du cours de l'or (de près de 3% au cours de la semaine) : une telle amplitude hebdomadaire n'est pas « dramatiquement » inhabituelle et reste limitée au regard de celles constatées (environ 11%) en mars 2020 après que le Covid a cessé d'être seulement chinois.

On a donc observé sur la semaine écoulée un mouvement d'attente teinté de défiance, et certainement pas de panique, que seule l'évolution de la confrontation russo-ukrainienne semble justifier. Car les informations économiques étaient de nature à conforter le scénario des marchés, celui d'une croissance certes solide mais surtout d'une inflation tout aussi solide justifiant des resserrements monétaires dans la zone euro et, plus particulièrement, aux États-Unis.

Aux États-Unis, le chiffre des ventes au détail s'est révélé beaucoup plus dynamique qu'anticipé sans avoir d'impact significatif sur les marchés. Bien que des distorsions saisonnières puissent expliquer que la forte baisse de décembre (de 2,5%) soit suivie d'un rebond à relativiser, les ventes au détail ont tout de même progressé de 3,8% (contre un consensus à 2%). Par ailleurs, mais là sans surprise, le procès-verbal du FOMC des 25 et 26 janvier a entériné un retrait plus précoce et plus rapide des mesures d'assouplissement monétaire. Annonciatrices d'une hausse de taux en mars, les « minutes » indiquent qu'il serait « bientôt approprié » de relever les taux alors que l'expression « rythme de hausse plus rapide » par rapport au cycle de resserrement initié en 2015 suggère que plusieurs hausses consécutives de 50 pb ne peuvent être exclues.

Le début du cycle de resserrement pourrait donc être plus agressif que le précédent : entamé très timidement (25 points de base fin 2015 avant une pause d'un an), le resserrement s'était ensuite réparti sur trois ans (8 hausses de 25 pb chacune) portant en décembre 2018 le taux directeur à 2,5%, un plateau sur lequel il s'était installé jusqu'à l'été 2019. Le rythme dépendra de l'évolution des données économiques : à brève échéance, il est peu probable que les chiffres d'inflation invitent à la « tempérance ». Les prochains chiffres d'inflation sont attendus le 10 mars : notre scénario table sur un indice global progressant de près de 8% sur un an (contre 7,5% en janvier). Quant à l'inflation en zone euro, elle passerait de 5,1% en janvier à 5,7% en février.

Éditorial

L'Allemagne à la table des faux-semblants ?

Si l'action des leaders européens a nourri les espoirs (vains ?) d'une solution diplomatique, elle a surtout remis en lumière les divisions au sein de l'OTAN et de l'Europe. Au centre de ces divisions : la position allemande, résultat des clivages internes à la majorité. Pour certains de ses alliés, l'ambiguïté de l'Allemagne irait jusqu'à miner les efforts de dissuasion de l'Occident.

De multiples interventions diplomatiques se sont succédé à un rythme effréné pour tenter de désamorcer l'escalade du conflit ukraino-russe. Le gouvernement allemand fraîchement élu a dû rapidement trouver ses marques et assumer une place de premier rang à laquelle il ne pouvait se soustraire en tant que première puissance économique européenne. L'affirmation d'un leadership allemand en matière de sécurité militaire et de défense ? C'est un costume difficile à revêtir dans un pays où la Constitution, les institutions et le système électoral limitent la concentration des pouvoirs et encadrent strictement le recours à l'armée, laissant comme principal levier d'action la diplomatie commerciale pour pacifier les conflits. La question de la sécurité militaire et de la défense de l'Europe a jusqu'ici été déléguée à l'OTAN et aux États-Unis, une position que la France aimerait faire évoluer mais dont l'Allemagne a du mal à se départir...

Composer avec une alliance hétéroclite ?

Au-delà des déclarations de solidarité et de fermeté affichées officiellement par la coalition, l'alliance tripartite allemande a bien du mal à faire ressortir une position unanime à l'encontre de la Russie. Le Parti social-démocrate (SPD) a jusqu'ici été le plus réticent à soutenir l'Ukraine principalement en raison des divisions internes, une partie des membres considérant le partenaire russe comme privilégié (au nom de l'*Ostpolitik*) et ne voulant surtout pas le froisser. Par ailleurs, le parti est favorable à la réalisation du projet de gazoduc Nord Stream 2 dont l'issue est essentielle à l'approvisionnement énergétique du pays. Le parti des Verts exerce une position plus ferme vis-à-vis de la Russie et de ses tentatives d'emprise sur les pays de l'est de l'Europe. Il s'est progressivement éloigné de ses racines pacifistes et anti-OTAN pour adopter un engagement fort en faveur du multilatéralisme et de l'Union européenne. Le parti s'affirme volontiers intransigeant en matière de respect des droits de l'Homme et de l'État de droit et s'est clairement opposé à la construction du projet Nord Stream 2 dans son programme politique. Il s'oppose par ailleurs vigoureusement aux exportations d'armes létales en dehors du cadre européen et de l'OTAN. Le Parti libéral (FDP) est sur une ligne plus réservée. S'il est ouvertement critique sur les relations avec la Russie et la mise en fonction du gazoduc, il n'émet

pendant aucun avis tranché sur les éventuelles sanctions à prendre à l'encontre de la Russie, laissant la ministre des Affaires étrangères (du Parti des Verts) prendre la main. La coalition tricolore au gouvernement soutient publiquement le droit à l'intégrité territoriale ukrainienne ainsi que celui de choisir librement ses accords de sécurité, mais son soutien semble « plutôt timide » si ce n'est « passif », privilégiant une étroite collaboration avec les autres pays européens et l'OTAN et craignant de déplacer la question ukrainienne sur le plan d'une relation bilatérale avec la Russie. À l'inverse, le discours d'investiture du président fédéral, Frank-Walter Steinmeier, contrastait nettement avec cette position très « prudente » et pointait très clairement la responsabilité russe dans le conflit.

Des intérêts économiques à défendre ?

La question des intérêts économiques allemands est évidente en raison de l'approvisionnement gazier dont devrait bénéficier l'Allemagne si elle obtient la certification européenne sur le gazoduc Nord Stream 2, actuellement à l'étude. Le pays dépend en effet pour moitié du gaz importé russe et s'est lancé dans une transition énergétique de grande ampleur impliquant l'abandon du charbon d'ici à 2030 et la sortie définitive du nucléaire dès cette année. Les besoins énergétiques à combler seront rapidement croissants.

Cependant, l'Allemagne considère qu'il s'agit d'une relation de dépendance mutuelle entre elle et la Russie et que toutes deux ont des intérêts communs à préserver. C'est vraisemblablement la raison pour laquelle le chancelier a laissé planer le doute sur la menace de représailles qu'il pourrait brandir en cas d'invasion par la Russie de l'Ukraine. Après avoir martelé à plusieurs reprises que le projet de gazoduc relevait du secteur privé dans lequel le gouvernement ne devait pas intervenir, il a par la suite, et sous la pression américaine, concédé que toutes les options étaient sur la table. Lors de sa récente réunion avec le président américain Biden, le chancelier s'est contenté d'acquiescer lorsque celui-ci affirmait que sa mise en route ne se ferait pas en cas d'escalade du conflit. Olaf Scholz s'est limité à une déclaration très sobre et prudente dans laquelle il confirmait que des sanctions économiques importantes seraient engagées, sans pour autant les détailler.

Un soutien financier mais pas militaire !

L'Allemagne se défend de ne pas venir suffisamment en aide à l'Ukraine en signalant qu'elle fournit une aide financière importante avec près de 2 milliards d'euros versés depuis 2014. Elle s'est par ailleurs engagée à continuer, en débloquant près de

150 millions d'euros supplémentaires. Toutefois, son soutien matériel se révèle limité, l'État fédéral allemand n'étant pas autorisé à exporter des armes vers les pays autres que ceux de l'UE ou de l'OTAN. Les exportations d'armes létales vers les pays tiers doivent faire l'objet d'une validation parlementaire et sont officiellement répertoriées au Bundestag. Dans le cas actuel, l'Allemagne se retranche derrière l'Union européenne et l'OTAN pour répondre à l'assistance demandée mais se refuse à fournir des armes létales ou à envoyer un quelconque contingent militaire sur place.

Des sanctions dissuasives ?

Les sanctions envisagées à l'égard de la Russie en cas d'escalade dans le conflit sont multiples mais non officiellement listées par l'Union européenne qui se réserve le droit de graduer sa réponse proportionnellement aux attaques que l'Ukraine pourrait endurer. Outre les sanctions économiques visant des entreprises et des personnalités russes, il est envisagé de ne pas accorder la mise en service du gazoduc Nord Stream 2 ou de suspendre l'accès de la Russie au système de règlements internationaux Swift. Cette dernière hypothèse semble peu réaliste dans la mesure où cela couperait la Russie du paiement de ses livraisons de gaz passant par les autres gazoducs venant approvisionner l'Europe, ce qui conduirait à une impasse pour l'ensemble des pays européens. La non mise en exploitation du nouveau gazoduc serait plus pénalisante pour l'Allemagne ; le pays pourrait cependant importer davantage de gaz naturel liquéfié américain avec un coût énergétique plus élevé. Les sanctions évoquées semblent donc faiblement dissuasives.

L'absence d'ambition géopolitique

Le problème majeur que soulève le projet Nord Stream 2 est qu'il ne répond pas à une concertation stratégique européenne mais est davantage le fruit de l'initiative allemande visant à couvrir ses besoins énergétiques à long terme. D'une part, la question énergétique est étroitement liée à la politique étrangère et de sécurité et devrait faire l'objet d'une planification européenne plus poussée afin de garantir plus d'efficacité et de cohérence. D'autre part, l'avenir énergétique allemand est dépendant d'une plus forte intégration et synchronisation du réseau électrique européen qui pour l'heure reste insuffisante si elle veut atteindre ses objectifs de transition écologique et s'affranchir de la dépendance gazière russe.

Muscler sa politique extérieure à l'Est

L'Allemagne semble frileuse en matière de politique étrangère avec ses voisins de l'est de l'Europe, fragilisant la crédibilité de la politique de voisinage de l'Union européenne alors que la Russie s'affirme en tant que grande puissance sur la scène internationale. À son niveau, l'Allemagne peut encore intensifier ses efforts dans le partenariat oriental pour limiter les tentations hégémoniques de la Russie, une perspective qui pourrait davantage satisfaire aux demandes répétées américaines d'une plus grande prise de responsabilité de l'UE sur les questions sécuritaires. Mais son attitude dans la confrontation des dernières semaines a approfondi les suspicions parmi les pays nordiques, baltes et d'Europe centrale sur son ambivalence envers la Russie et a creusé le clivage au sein de l'UE sur l'orientation stratégique du continent.

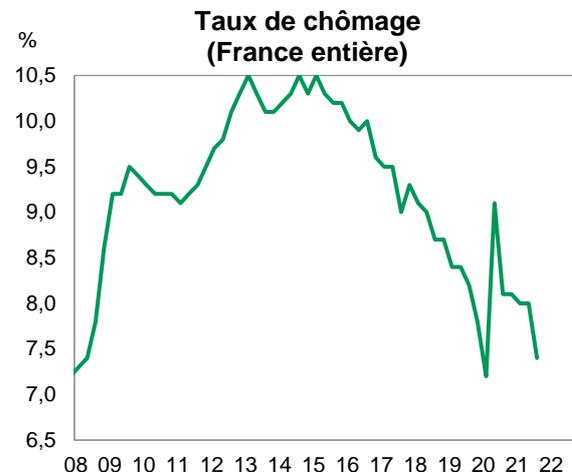
Zone euro

France : nette baisse du chômage au T4 2021

Après une stabilisation au troisième trimestre à 8%, le taux de chômage repart nettement à la baisse à 7,4% en France entière (et 7,2% en métropole). Cette baisse est partiellement compensée par une hausse du halo autour du chômage, c'est-à-dire des personnes souhaitant un emploi mais n'étant pas comptabilisées comme chômeurs (car pas disponibles ou ne recherchant pas activement un emploi). Ainsi, la population active diminue légèrement à 73,3% des 15-64 ans contre 73,5% au troisième trimestre.

La baisse du taux de chômage s'explique également par des créations d'emplois toujours soutenues, en particulier en CDD ou en intérim. Alors que le taux d'emploi en CDI est en très légère baisse, le taux d'emploi en CDD ou intérim progresse au T4.

La baisse du taux de chômage est particulièrement prononcée chez les jeunes (15-24 ans) et chez les femmes.



Sources : Insee, Crédit Agricole SA/ECO

✓ Notre opinion – *Plus marquée que nos prévisions, cette baisse du taux de chômage confirme la bonne tenue du marché du travail sur l'ensemble de l'année 2021, malgré les nouvelles restrictions mises en place en fin d'année dernière. Cependant, les créations d'emplois sont reparties plus rapidement que l'activité économique, comme en témoigne notamment le nombre d'heures travaillées par emploi qui reste inférieur à celui d'avant la crise. Cette divergence entre rythme de reprise du marché du travail et de l'activité économique nous pousse à maintenir notre prévision d'un ralentissement des créations d'emplois et de la baisse du chômage dans les prochains trimestres. Le marché du travail resterait cependant dynamique mais les tensions sur les embauches devraient se réduire en 2022, ce qui limiterait également les pressions à la hausse sur les salaires malgré une inflation toujours élevée (2,9% sur un an au mois de janvier 2022).*

Zone euro : un rattrapage presque complet de l'emploi, plus que complet de l'activité et du taux de chômage

Avec un taux de croissance de 0,5% sur le trimestre au T4 2021, le nombre de personnes employées a dépassé de 0,3% le niveau d'avant la crise. Cependant, l'emploi est encore inférieur à sa tendance d'avant la crise. De plus, bien que la normalisation du marché du travail soit en cours, le nombre d'heures travaillées au T3 2021 (dernier trimestre disponible) était encore inférieur au niveau pré-crise de 2%.

La performance de l'emploi est donc meilleure que celle du PIB qui n'a fait qu'atteindre son niveau pré-crise au T4 et qui est aussi encore en deçà de sa tendance pré-crise. La reprise du cycle de productivité a été en effet plutôt faible, résultat de l'utilisation massive des dispositifs de chômage partiel et de maintien dans l'emploi. Des gains de productivité importants sont à attendre avec la normalisation des heures travaillées, ce qui pourrait modérer la dynamique de la demande de travail, qui continuera néanmoins d'être tirée par une reprise soutenue du PIB.

Néanmoins, la poursuite de la baisse du taux de chômage est très probable. Et cela malgré le fait que le nombre de chômeurs soit déjà bien inférieur à la tendance pré-crise. C'est en effet plutôt du côté de l'offre de travail que l'on peut trouver des explications. Depuis un an, la croissance de la population active a été moins rapide que celle de l'emploi, permettant ainsi de réduire fortement le taux de chômage. Pourtant la population active a bien retrouvé le niveau d'avant-crise et même sa tendance plus longue. Cependant, cette dernière est affaiblie par le repli de la population en âge de travailler, qui est bien en deçà de sa tendance. La baisse tendancielle de la population a été aggravée par la chute du solde migratoire qui est loin d'avoir retrouvé son niveau d'avant la crise.

Le taux d'emploi a ainsi dépassé son niveau d'avant-crise, lui-même déjà très supérieur à sa tendance du fait de la croissance très riche en emplois de la fin des années 2010. Quant au taux d'activité, il s'est aussi rapidement redressé dépassant ainsi largement son niveau d'avant-crise et sa tendance

plus longue. La résorption du halo du chômage cumulé avec la crise a été rapide et est presque complète. Une baisse ultérieure est à atteindre, qui continuerait d'alimenter la hausse de la population active. Celle-ci serait néanmoins plus modérée que ce qu'on a observé au cours des derniers trimestres. Si la progression de la population active pourra être soutenue par un certain retour des flux transfrontaliers, celui-ci serait modeste du fait de la

persistance des contraintes à la mobilité, notamment extra-européenne.

Ainsi, en dépit de la reprise attendue du cycle de productivité et de la modération de la demande de travail, la croissance de l'emploi serait légèrement plus soutenue que celle de la population active, garantissant ainsi la poursuite de la baisse du taux de chômage. Celle-ci se ferait néanmoins à un rythme plus modéré.

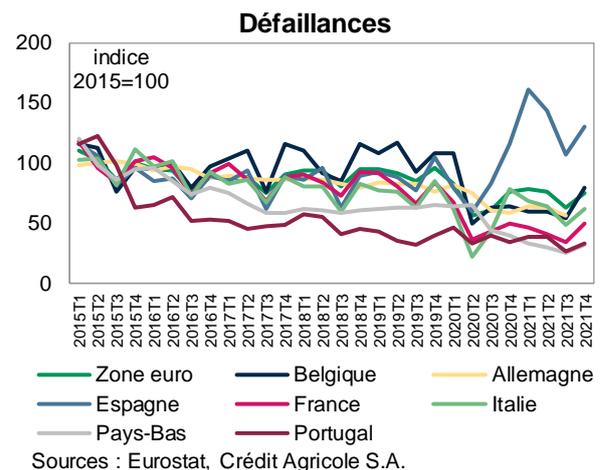
Notre opinion – La récupération post-crise du marché du travail dans la zone euro est complète dans toutes ses composantes, à l'exception des heures travaillées. Cela laisse moins qu'ailleurs des marges pour un rebond de la population active mais aussi de l'emploi, et justifie une modération dans le rythme des créations d'emplois et de baisse du chômage. Le résultat positif du déploiement des dispositifs de maintien dans l'emploi est la faible hausse du halo du chômage. Sans ces cicatrices structurelles et les phénomènes négatifs d'hystérèse connus après la grande crise économique et financière, l'économie de la zone euro pourra s'éloigner de l'environnement déflationniste qui a caractérisé la décennie passée.

Zone euro : remontée des défaillances au T4 2021

Les déclarations de faillites d'entreprise affichent une première remontée depuis la hausse de la mi-2020 qui s'était rapidement renversée. Elles restent globalement inférieures au niveau d'avant la crise. Seule exception l'Espagne, où – après la très forte remontée de la mi-2020 et le recul conséquent du T2 et T3 2021 – le nombre de faillites est reparti fortement en hausse et est bien supérieur à la moyenne d'avant la crise de la Covid-19.

l'information et communication, le nombre des faillites augmente au T4 2021 mais reste encore inférieur au T4 2019.

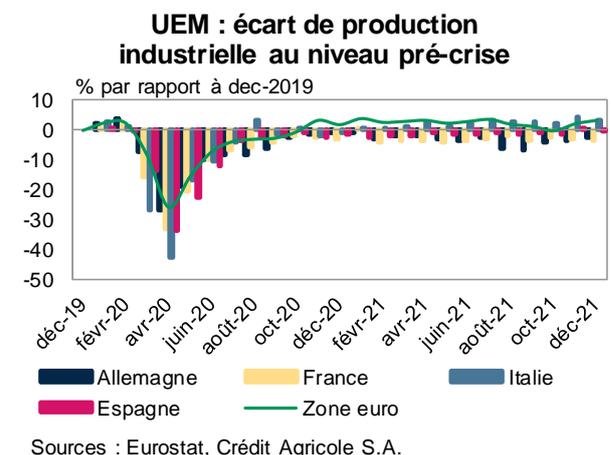
Dans l'ensemble de la zone euro, c'est principalement dans le secteur des transports que les défaillances ont enregistré une forte remontée et leur nombre se situe bien au-dessus du niveau pré-crise. Dans l'hébergement et la restauration, le nombre des faillites est remonté très fortement en 2020, mais s'est replié au printemps et à l'été 2021. Il repart de nouveau à la hausse au T4 2021 et reste légèrement supérieur au niveau pré-crise. Dans tous les autres secteurs, à l'exception du secteur de



Zone euro : la production industrielle et la construction italienne tirent leur épingle du jeu

La production industrielle en zone euro a augmenté de 1,5% sur un mois en décembre dernier, en léger ralentissement par rapport à novembre. Cette performance est soutenue par une hausse de la production en biens d'investissement (+2,6% sur le mois) et, dans une moindre mesure, par celle des biens de consommation (+0,5%) et des biens intermédiaires (+0,5%) tandis que la production d'énergie s'est en revanche contractée (-0,4%). En glissement annuel, la production industrielle de la zone n'a progressé que de 1,5% mais surpasse néanmoins de 3,5% son niveau d'avant-crise. Toutefois, la décomposition par pays dévoile une situation très hétérogène au sein de la zone. L'Italie, avec une production supérieure de 3,4% à son niveau pré-crise, fait figure d'exception et tire l'ensemble de la zone en territoire positif alors que l'Allemagne (-2,7%) et la France (-3,4%) remontent

beaucoup plus lentement la pente, tandis que l'Espagne retrouve tout juste son niveau de production d'avant la crise sanitaire. La production



dans la construction a reculé de 3,9% sur un an en décembre en zone euro, faisant chuter de 2,9% l'activité en-dessous de son niveau pré-crise. Cependant, la ventilation par pays signale là aussi des rythmes de récupération de l'activité assez disparates. L'Italie enregistre une récupération

beaucoup plus rapide et solide de l'activité du secteur (+15% par rapport à décembre 2019), tandis que la France (-10,3%), l'Allemagne (-6%) et l'Espagne accusent encore des retards conséquents.

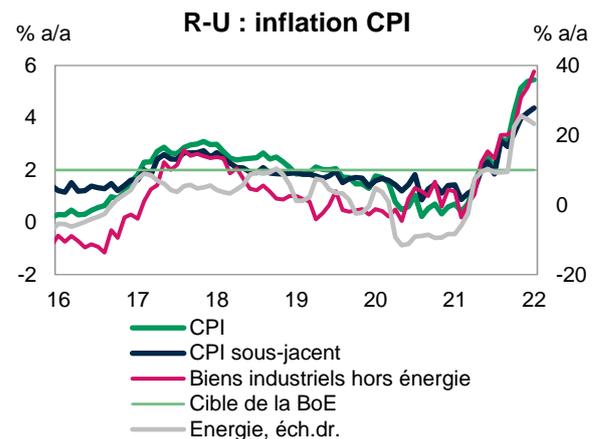
☑ Notre opinion – *La production industrielle en zone euro ne semble s'être véritablement redressée qu'en Italie où elle dépasse son niveau d'avant-crise alors qu'elle peine à se reprendre en Allemagne et en France, davantage pénalisés par les questions d'approvisionnement dans certains secteurs clés. La production dans la construction a repris un rythme de croissance soutenu en Italie sous l'impulsion d'une demande robuste mais elle poursuit son repli en Allemagne et en France bien que plus modérément. Ces différences dans le rattrapage de l'activité reflètent la différente spécialisation des pays, mais aussi l'orientation des fonds de relance.*

Royaume-Uni

L'inflation CPI augmente à 5,5% en janvier malgré une modération des prix de l'énergie

L'inflation CPI a augmenté à 5,5% en janvier après 5,4% en décembre (4,4% pour l'inflation sous-jacente versus 4,3% en décembre). Il s'agit d'une nouvelle surprise à la hausse : le consensus Bloomberg tablait sur une inflation totale à 5,4% et à 4,2% pour l'inflation sous-jacente (5,2% et 4,1% pour nos prévisions respectivement). En variation mensuelle, l'indice a reculé de 0,1% (-0,4% pour l'inflation sous-jacente). C'est la composante vestimentaire qui contribue le plus à la variation du taux d'inflation sur le mois (0,19 point de pourcentage) en raison d'effets de base défavorables (baisse des prix en janvier 2022, -2,9%, moins faible qu'en janvier 2021, -4,9%). Sa contribution est compensée par celle de la composante restauration et hôtellerie (-0,12 point de pourcentage) et de la composante transport (-0,08 point de pourcentage). La composante transport enregistre une légère modération de son taux d'inflation pour le deuxième mois consécutif (à 11,3% depuis 12,5% en novembre) en raison principalement d'une baisse du taux d'inflation de l'essence (à 23,6% contre 28,5% en novembre). En ce qui concerne les prix dans les restaurants et les hôtels, leur contribution négative s'explique par des effets de base favorables : les prix

ont baissé en janvier cette année (-0,4%) alors qu'ils ont augmenté en janvier 2021 (+0,9%), ayant pour conséquence un taux d'inflation en baisse dans le secteur (à 4,7% contre 6,9% en décembre). Ce dernier a été très volatile au cours de l'année écoulée, mais il s'inscrit en baisse depuis le mois d'août, où il avait atteint 8,6% sur un an.



☑ Notre opinion – Malgré une modération de l'inflation de l'indice énergie (à 23,2% après 24,5% en décembre) et de l'inflation de l'indice services (à 3,2% après 3,4% en décembre), l'inflation totale a continué d'augmenter en janvier. Cela s'explique surtout par une poursuite de la montée de l'inflation de l'indice des biens industriels hors énergie qui atteint 5,8% après 5,2% en décembre. L'inflation CPI devrait continuer d'augmenter dans les prochains mois. Elle devrait atteindre un pic à plus de 7% en avril en raison d'une hausse substantielle des prix administrés de l'énergie (54%).

Le manque de main-d'œuvre continue de s'aggraver

Le taux de chômage a été stable à 4,1% sur les trois mois à fin décembre par rapport aux trois mois à fin novembre. Il enregistre toutefois une baisse de 0,2 point de pourcentage par rapport au quatrième trimestre. L'emploi baisse de 38 000 postes sur le trimestre. Des pertes d'emplois en octobre et novembre ont été suivies par des créations nettes d'emplois en décembre.

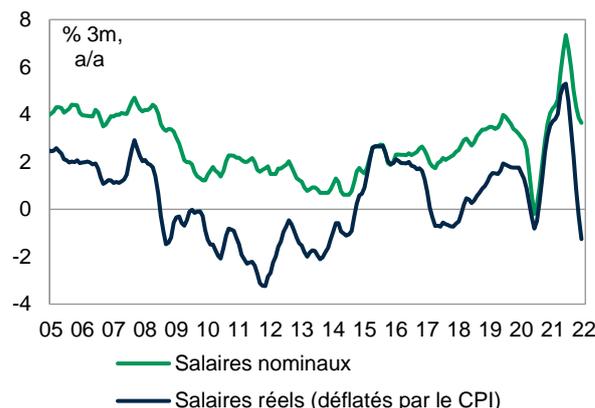
La population active est stable à 32,9 millions de personnes en décembre par rapport à novembre, mais baisse sur le trimestre (-104 000 par rapport au troisième trimestre). Le taux d'inactivité augmente légèrement à 21,2% (de la population âgée de 16 à 64 ans) au quatrième trimestre après 21,1% au troisième trimestre (et contre 20,5% au T4-2019). La hausse de l'inactivité depuis la pandémie s'explique par une hausse des malades de longue durée, des départs à la retraite, des étudiants ou de l'inactivité pour d'autres raisons. Sur le dernier trimestre toutefois, le nombre des inactifs étudiants a reculé, ainsi que celui des départs à la retraite, mais celui des malades de longue durée et des inactifs pour

« d'autres raisons » a continué d'augmenter. L'augmentation du nombre des inactifs pour « d'autres raisons » pourrait s'expliquer par une hausse de ceux qui ont arrêté de travailler de peur d'attraper la Covid-19, surtout avec la propagation du variant Omicron. Le nombre d'inactifs qui ne souhaitent pas d'emploi a continué de progresser, dépassant 7 millions contre 6,6 millions au T4-2019.

Le nombre de postes vacants a atteint un nouveau record à près de 1,3 million au quatrième trimestre, soit une hausse de près d'un demi-million par rapport au niveau d'avant-crise et de 113 000 sur le trimestre. Il existe 1,1 chômeur par poste vacant (hors secteur agricole), ce qui constitue un record historique bas. Le manque de main-d'œuvre concerne tous les secteurs. Sans surprise, le plus grand nombre de postes vacants est observé dans le secteur de la restauration et de l'hôtellerie (178 000, soit près de 8 postes vacants par employé dans le secteur) et dans le secteur de la grande distribution et de la vente au détail (171 000 postes vacants, soit 3,7 postes vacants par employé).

La croissance de la rémunération salariale a augmenté à 4,3% en décembre, après 4,2% en novembre, largement grâce à une hausse des bonus. La croissance des salaires recule légèrement à 3,7% en décembre, après 3,8% en novembre. Cela marque son sixième mois consécutif de baisse après un pic à 7,3% en juin, qui s'explique par la dissipation des effets de base et de composition. En termes réels, la croissance de la rémunération et celle des salaires sont toutes deux négatives à -0,1% et -0,8% respectivement. La hausse de l'inflation dans les prochains mois va pousser la croissance des salaires davantage en territoire négatif. Le pouvoir d'achat des ménages devrait baisser significativement cette année (-2% pour le revenu disponible brut réel) sur fond de hausse des impôts et des prix de l'énergie.

R-U : salaires nominaux et réels



Source : ONS, Crédit Agricole S.A.

R-U : postes vacants par secteur (variation depuis la crise)



Source : ONS, Crédit Agricole S.A.

✓ Notre opinion – Le taux d'inactivité se maintient à des niveaux élevés. Il y a 394 000 inactifs de plus par rapport à la situation d'avant-crise, représentant la cause principale des pénuries de main-d'œuvre dont souffrent les entreprises. Les pénuries de main-d'œuvre touchent quasiment tous les secteurs et sont les plus prononcées dans la restauration et l'hôtellerie. Depuis l'été 2021, la hausse de l'inactivité s'explique par la hausse des malades de longue durée, qui compense la baisse du nombre d'inactifs étudiants. Le nombre d'étudiants réintégrant le marché devrait continuer d'augmenter dans les prochains mois, mais la réintégration des malades de longue durée est incertaine et risque de prendre du temps. Les pénuries de main-d'œuvre devraient donc continuer de générer des tensions sur le marché du travail dans les prochains mois. La croissance des salaires devrait se maintenir à des rythmes relativement soutenus (proches de 4%).

Les tensions sur le marché du travail et l'inflation élevée vont sans doute conduire la BoE à poursuivre la normalisation de sa politique monétaire. Nous avons récemment révisé nos prévisions de taux directeur en faveur d'une normalisation plus rapide. Nous anticipons des relèvements de 25 points de base chacun en mars, en mai et en août cette année et plus aucune hausse de taux en 2023. Le taux directeur atteindra ainsi un plafond à 1,25% en août (au lieu de 1% au T1-2023 prévu précédemment). Nous pensons qu'une majorité du Comité de politique monétaire devrait continuer à préférer des hausses de taux de 25 points de base au lieu de 50, par souci de ne pas envoyer de signal trop agressif aux marchés. L'absence de hausses de taux en 2023 serait cohérente avec les perspectives plus négatives pour la consommation privée, suite à la compression des revenus réels et à la modération attendue de l'inflation (tout en restant à des niveaux supérieurs à l'objectif). En outre, la BoE s'attend à ce que le taux de chômage augmente cette année et que l'écart de production redevienne négatif vers la fin de 2022.

Pays émergents

Asie

Singapour peut-elle s'imposer comme une alternative crédible à Hong Kong ?

Il se murmure depuis quelques semaines que *Bank of America* chercherait à déplacer une partie de ses banquiers de Hong Kong à Singapour. Il faut dire que ces derniers sont plus que lassés des conditions drastiques imposées depuis maintenant deux ans : vols internationaux presque inexistants, quarantaine de deux à trois semaines à l'arrivée dans des hôtels gérés par les autorités et, avec l'arrivée d'Omicron, nouvelles restrictions sur les rassemblements assorties de rumeurs de confinement (pour l'instant démenties) si le nombre de cas ne baisse pas d'ici deux semaines.

Et *Bank of America* ne serait pas la première entreprise à prendre ce genre de décisions : Pernod Ricard a demandé à ses cadres exécutifs de quitter provisoirement Hong Kong, tout comme le groupe hôtelier Mandarin Oriental. En réalité, ce sont plus de 90 000 résidents qui sont partis entre juin 2020 et juin 2021, provoquant une baisse de la population de 1,2%. Le nombre d'entreprises américaines installées à Hong Kong a également baissé de 6,2% depuis 2018. Et l'hémorragie n'est pas encore circonscrite.

À côté, Singapour fait figure de paradis : plus de quarantaine pour les voyageurs ou résidents vaccinés en provenance d'une quarantaine d'États, parmi lesquels figurent la plupart des partenaires majeurs du pays, et restrictions progressivement levées. Sans parler de l'absence de manifestations, qui ont également laissé des traces dans les mémoires hongkongaises, avant leur interdiction en juillet 2020 suite à l'entrée en vigueur de la loi de sécurité nationale.

En réalité, la politique frontalière n'est finalement que le reflet de ce qui se joue actuellement à plus grande échelle avec, d'un côté, Hong Kong de plus en plus dépendant et intégré à la Chine continentale, dont elle suit la stratégie sanitaire, et de l'autre Singapour, dont les partenaires commerciaux sont bien plus divers, et qui voit une occasion de s'imposer comme le nouveau *hub* régional asiatique. Mais en a-t-elle les moyens ?

Le V singapourien, le K hongkongais

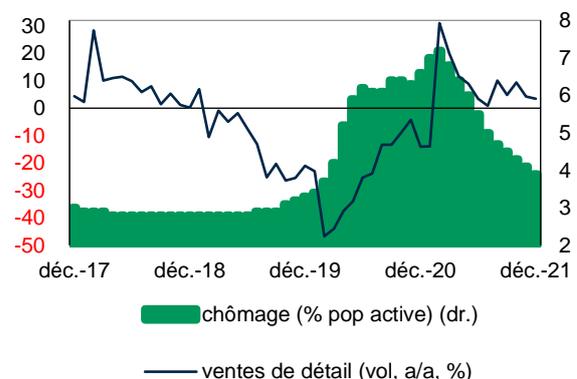
Du point de vue de la reprise, c'est pour l'instant Singapour qui mène la danse. Après une récession très profonde en 2020, qui s'était traduite par une contraction du PIB de 5,4%, la croissance a surpassé les prévisions les plus optimistes en atteignant 7,6% en 2021. Durant son discours de fin d'année, le Premier ministre singapourien Lee Hsien Loong a ajouté qu'il espérait une croissance comprise entre 3 et 5% en 2022 et 2023.

Côté hongkongais, le panorama est plus nuancé, le maintien de la fermeture des frontières a continué de pénaliser l'activité en 2021. La croissance a atteint 6,4%, une performance toutefois insuffisante pour compenser les deux années de récession de 2019 (-1,7%) et 2020 (-6,1%). Les prévisions de croissance, qui tablaient sur une progression du PIB autour de 3,5% en 2022 ont été significativement revues à la baisse en raison des nouvelles mesures sanitaires.

Cette différence s'explique en premier lieu par la structure même de ces économies : deux économies très ouvertes, certes, mais « simple » plateforme d'importations/exportations pour l'une (Hong Kong) alors que l'autre est aussi un centre de production (l'industrie manufacturière représente encore plus de 20% du PIB singapourien), qui plus est sur des spécialisations porteuses en ces temps de Covid (pharmaceutique et assemblage de circuits intégrés). Hong Kong, pure économie de services (94% du PIB) a certes aussi bénéficié de la santé florissante du commerce extérieur, mais n'a pu éviter de souffrir de la perturbation de certaines chaînes logistiques.

Et surtout, l'activité hongkongaise a été et continue d'être pénalisée par la fermeture des frontières, qui pèse sur les secteurs des ventes au détail et du tourisme, dont la part dans le PIB a été divisée par deux depuis 2018 (7,7% à 4%). Idem pour l'immobilier de bureau, qui souffre du télétravail et du départ de certains expatriés.

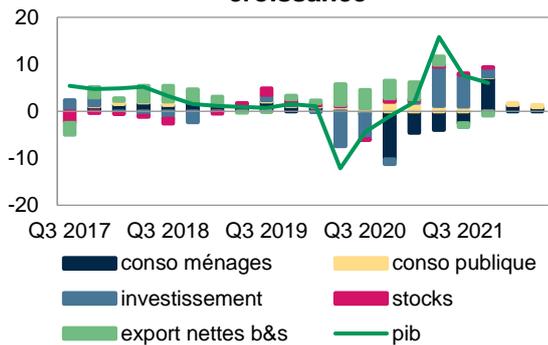
Hong Kong : chômage, ventes de détail



source: CSD, HKMA

Côté perspectives de croissance donc, Singapour semble avoir pris un peu d'avance sur son rival, de surcroît très dépendant de la conjoncture chinoise, qu'on a connu plus dynamique. Reste à savoir si Singapour peut offrir un environnement des affaires aussi intéressant que celui que Hong Kong a pu avoir.

Singapour : contributions à la croissance



sources : nationales

État de droit et cadre des affaires

Historiquement, l'émergence de Hong Kong comme centre de finances a reposé sur trois piliers : la protection des droits de propriété, liée au régime juridique anglo-saxon, la prévisibilité, et l'accès au dollar. S'ajoutaient à cela une situation géographique privilégiée, au cœur de l'Asie, et une maîtrise de l'anglais facilitant les affaires. Or, la promulgation de la loi sur la sécurité nationale, assortie d'un contrôle renforcé de Pékin sur les affaires hongkongaises (arrestations, fermeture de nombreux journaux), sur lequel est venu s'ajouter la situation sanitaire, ont eu un impact sur le niveau de prévisibilité.

Si les fondamentaux ne semblent pas menacés à court terme (en particulier le système monétaire du peg du dollar hongkongais au dollar américain), l'incertitude vient surtout du côté réglementaire et a été alimentée par le renforcement des mesures de

l'autre côté de la frontière, notamment dans le secteur de la tech. La question se pose tout particulièrement pour les entreprises cotées aux États-Unis et à Hong Kong, une possibilité se réduisant de plus en plus côté chinois.

Que peut offrir Singapour ?

Niveau géographique, Singapour est déjà plus isolée, à 15h de la côte ouest américaine, 14h des capitales européennes, 6h30 de Tokyo ou 5h30 de Shanghai. Comme à Hong Kong, elle pâtit d'un problème de place et d'un coût de l'immobilier et de la main-d'œuvre qualifiée élevée.

De plus, la mobilité n'y est pas totalement fluide, puisque la loi impose aux entreprises des quotas de nationaux dans leurs effectifs, notamment pour les postes qualifiés. Dans le secteur des services, la part de travailleurs étrangers est ainsi limitée à 10%, même si des exceptions sont prévues dans des domaines que Singapour souhaite développer (fintech).

Et si Singapour se distingue dans la gestion d'actifs et le *private banking*, elle n'est pas encore devenue une place de référence pour le listing des entreprises et les marchés actions. La capitalisation boursière y atteignait environ 650 milliards de dollars en 2020, dix fois moins qu'à Hong Kong, pour un peu plus de 450 entreprises listées (2 300 à Hong Kong).

En revanche, l'État-cité bénéficie d'un niveau de stabilité inégalé dans la zone, et apparaissait régulièrement en tête du classement *Doing Business* lorsqu'il était encore publié, alors que Hong Kong y avait perdu des places ces cinq dernières années.

✓ Notre opinion – Les règles sanitaires très strictes imposées depuis deux ans, ainsi que la reprise en main de Hong Kong par Pékin font planer un climat de doutes sur la ville, peut-être l'un des seuls endroits du monde où la notion de « monde d'avant, monde d'après » revêt un véritable sens. Pour l'instant, aucune mesure symbolique touchant le cadre des affaires (en particulier, le système monétaire et juridique) n'a été prise, notamment car les autorités de Chine continentale sont encore trop occupées à gérer la pandémie de leur côté, et le ralentissement de leur propre économie.

On peut cependant imaginer qu'à terme Hong Kong ne soit presque exclusivement qu'une plateforme de financement pour l'économie chinoise. 52% des entreprises qui y sont listées sont déjà chinoises (contre 11% à Singapour) et dominant largement les indices (80% de la capitalisation boursière, 2% à Singapour). Dans cette bataille de plus en plus dominée par les questions géopolitiques, Singapour pourrait espérer récupérer la part des entreprises qui avaient fait de Hong Kong leur porte d'entrée vers l'Asie entière, et pas seulement la Chine continentale. De quoi accentuer un peu plus la dichotomie du monde, sans oublier que Singapour abrite encore une base militaire américaine.

Amérique latine

Pérou : à un pitoyable spectacle politique s'oppose une économie « résiliente »

Vainqueur (faiblement) d'une élection présidentielle qualifiée de la plus polarisée de l'histoire péruvienne et obligé de conjuguer avec un Congrès morcelé penchant vers le centre-droit, le président de gauche, Pedro Castillo, occupe désormais ses fonctions depuis plus de six mois. Qu'en retenir d'essentiel ? Une tentative de destitution du président, quatre Premiers ministres, trois ministres des Affaires étrangères, deux ministres des Finances, une désapprobation du gouvernement à hauteur de 60% des sondés (manque de réformes et absence de confiance), une réforme fiscale mort-née faute d'appui au Congrès et une marée noire.

Cette crise pourtant symptomatique d'une d'ingouvernabilité chronique bien antérieure au nouveau président ne semble pas avoir ému les marchés : la relative résistance du change en témoigne. En dépit des risques sur le maintien de politiques « orthodoxes » (trop orthodoxes), des obstacles étaient susceptibles de rendre difficile un changement radical de cap économique (climat politique très polarisé et victoire faible, divisions entre les factions radicales et modérées du parti présidentiel, Congrès fragmenté). La paralysie du gouvernement ne peut, paradoxalement, que conforter les marchés.

Cours de change (1 USD = ...)



Sources : Bloomberg, Crédit Agricole SA/ECO

Par ailleurs, compte tenu de la marge de manœuvre pré-crise (finances publiques et solvabilité externe), le choc extrême imposé par la crise de Covid-19 n'a pas détérioré les « fondamentaux ». Ils demeurent solides : la croissance tout comme l'inflation se reprennent ; l'économie résiste.

Après une récession de 11% en 2020, la croissance a rebondi grâce à la reprise très vive du secteur privé. Fin septembre (la plupart des données trimestrielles s'arrêtent au 3^e trimestre), le PIB affichait une hausse de 14% (variation annuelle moyenne sur quatre trimestres) à laquelle la consommation et l'investissement privés contribuaient à hauteur de 9,6 points de % (p.p.) et 6,6 p.p. En 2021, la

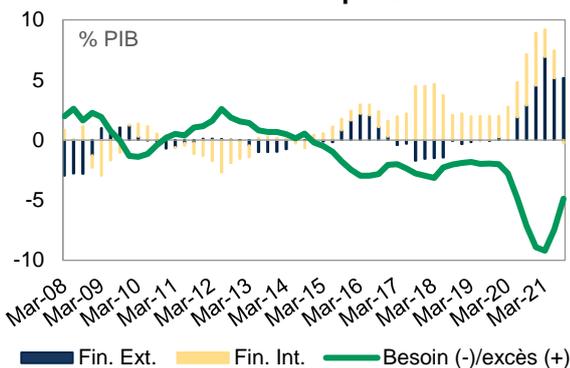
croissance atteindrait ainsi près de 13%. En l'absence de mesures drastiques visant à contrer une nouvelle vague de pandémie, elle se stabiliserait vers 3,2% en 2022.

Sous l'influence de la hausse des prix de l'énergie, des goulets d'étranglement et d'un effet de base défavorable (comme partout) mais aussi de la dépréciation du change, les prix à l'importation et les prix de gros ont commencé à se redresser en janvier 2021. L'inflation (*non core* mais aussi *core*) a sensiblement accéléré ; l'inflation totale excède la cible (2% +/- 1p.p.) depuis juin 2021 (5,7% en janvier 2022). À partir d'août, la banque centrale (BCRP) a progressivement remonté son taux directeur (par pas réguliers de 50 bps) le faisant passer d'un minimum historique de 0,25% à 3,5% début février.

Les mesures prises pour contrer les effets de la crise, sanitaire et économique, se sont évidemment traduites par un alourdissement du besoin de financement à partir de mars 2020. Il a été couvert par un recours croissant aux financements extérieurs. La crise a contraint le gouvernement à déroger aux règles budgétaires (plafond de dette publique de 30% du PIB) en 2020 mais aussi en 2021. La dette a augmenté de près de 10 p.p. en 12 mois pour culminer à 36,3% du PIB en mars 2021. Sur la même période, la dette externe publique a augmenté de 9,1 points alors que la dette locale augmentait de moins de 1 point. Les dettes externe et locale représentent désormais respectivement 53% et 47% de la dette publique totale (contre 33,5% et 66,5% avant la crise). Les financements externes ont pris la forme d'obligations (+7,6 p.p.) et de financements multilatéraux (+1,4 p.p.).

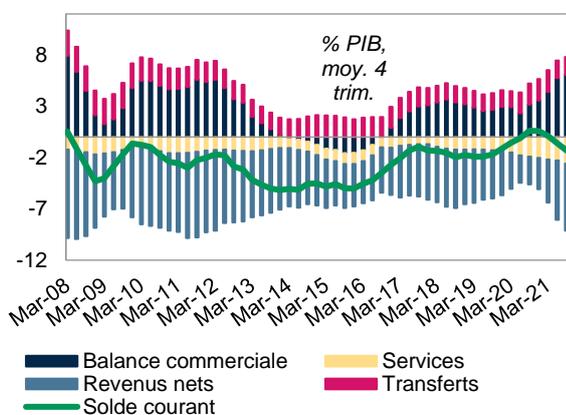
À l'occasion de la crise, le solde courant a « flirté » avec l'équilibre : hausse de l'excédent commercial, baisse temporaire des intérêts et dividendes nets versés (poste débiteur très lourd qui correspond à la rémunération des investissements directs étrangers, IDE), maintien des rapatriements de fonds des travailleurs émigrés. La position internationale ne s'est pas détériorée. Elle est évidemment débitrice (total des engagements nets des actifs à l'égard du reste du monde : 39% du PIB) mais la structure du passif brut (105% du PIB) est favorable : IDE qui génèrent plus de 50% du total des engagements bruts (51%, soit 54% du PIB), dette à long terme du secteur privé encore très maîtrisée (13,3%), dette à long terme du secteur public contenue (24,5%), faiblesse de la dette à court terme (4,6%). L'actif (66% du PIB) reste principalement composé d'actifs liquides (réserves de la BCRP à 34% du PIB fin septembre 2021).

Couverture du besoin de financement public



Sources : BCRP, Crédit Agricole SA/ECO

Balance courante

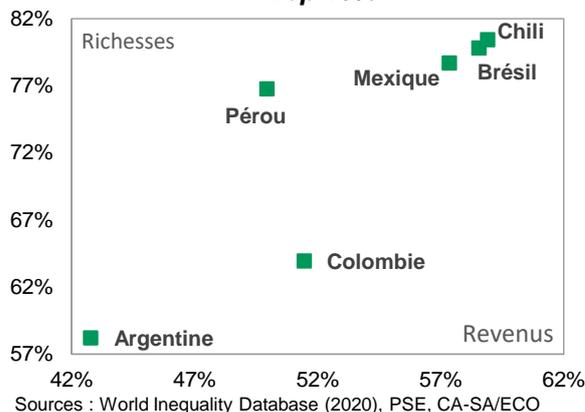


Sources : BCRP, Crédit Agricole SA/ECO

Les « grands équilibres » ont donc été préservés et ne sont pas menacés de dégradation : dette publique/PIB à 35%, position internationale nette modérément débitrice, passif en devises long, baisse du ratio de dollarisation des crédits bancaires, importance des réserves liquides en devises (49 Mds USD), *Flexible Credit Line* du FMI (11 Mds USD non utilisés). Si cela n'est actuellement pas inquiétant, il faudra observer le recours croissant aux capitaux externes pour couvrir le besoin de financement public.

Mais, les handicaps structurels ont évidemment été « préservés », voire accentués : déficit d'infrastructures, informalité du marché du travail, productivité et fiscalité faibles, mais aussi pauvreté et inégalités (de revenus et de patrimoine) tristement communes aux pays latino-américains. Or, l'instabilité politique chronique n'est pas propice au desserrement de ces contraintes qui brident le développement tant économique que social.

Part des revenus et des richesses, "Top 10%"



Sources : World Inequality Database (2020), PSE, CA-SA/ECO

Moyen-Orient et Afrique du Nord

Iran : où en est l'économie à la veille des résultats des pourparlers de Vienne ?

La politique et la géopolitique accaparent l'espace médiatique sur l'Iran. Tous les observateurs intéressés par le Moyen-Orient sont effectivement en attente du résultat des négociations de Vienne avec, en jeu, la réactivation ou non de l'accord sur le nucléaire iranien signé en 2015 et dénoncé par les États Unis en 2018. Un consensus trouvé signifierait la fin de l'embargo contre Téhéran et un mieux-être économique certain grâce à la hausse des exportations de pétrole. *A contrario*, le maintien des sanctions obligerait le pays à continuer à s'adapter à l'environnement actuel en essayant de briser son isolement international.

Mais où en est l'économie au début de cette année 2022 ? Comment s'est comporté le pays pour contrer les effets du retour de l'embargo américain depuis trois années ?

D'un point de vue sanitaire, tout d'abord, la crise de la Covid-19 a été très mal gérée par les autorités avec un déni puissant sur la réalité, la virulence et la dangerosité de la contamination en 2020. Avec presque sept millions de contaminés sur une population totale de 86 millions d'habitants, et plus de 130 000 morts officiels (mais sans doute beaucoup plus dans la réalité), l'Iran reste l'un des pays du monde qui a le plus souffert de la pandémie. Pourtant, la hausse des vaccinations depuis quelques mois est assez spectaculaire. Un taux de 65% est annoncé par les autorités et permet désormais de contenir le nombre de décès (à défaut d'empêcher une résurgence des contaminations dues au variant Omicron).

En ce qui concerne l'économie, la croissance du PIB est extrêmement heurtée en raison de l'impact du risque politique et géopolitique sur l'économie. Les diverses crises, embargos et guerres, accentuées par la très forte volatilité des prix du pétrole ont provoqué sept récessions, dont trois majeures au cours des trente dernières années. C'est un cas assez unique au monde. Après deux années de récession en 2018 et 2019 (-2,1% et -1,3%) sous l'effet de l'embargo, la croissance est revenue à 1,8% en 2020 et pourrait s'établir autour de 3% en 2021 et les années prochaines.

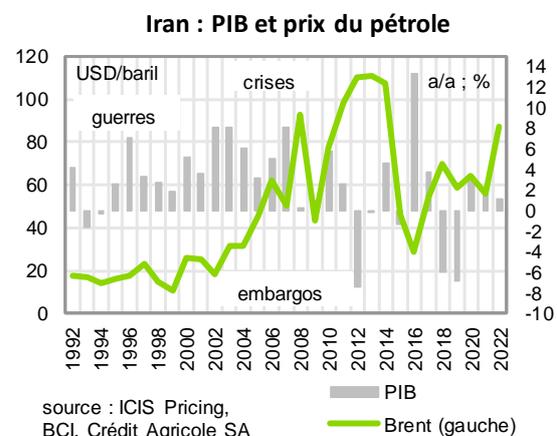
Les performances économiques du pays sont plutôt médiocres et cela n'est pas seulement dû à l'embargo qui le frappe actuellement mais à une gestion publique assez défailante. Toutefois, les risques macro-économiques sont globalement assez limités compte tenu d'un endettement public modeste et d'une dette externe nulle. Effectivement, la dette publique a connu une forte hausse de 10% à 27% du PIB en raison de la crise Covid, mais reste très modérée. Dans la région, seul le Koweït dispose d'un meilleur ratio. Sans dette externe, le pays

détient des avoirs bloqués à l'étranger au moment des embargos, aux États Unis, mais aussi en Corée du Sud. Le déblocage éventuel de ces fonds pourrait donc servir à soutenir l'investissement public dans le futur.

Malgré les mesures d'embargo et des sous-investissements dans le secteur des hydrocarbures, le pays réussit à produire 3,1 millions de barils par jour qu'il vend essentiellement à la Chine. Troisième pays en termes de réserves pétrolières et deuxième en gaz, son potentiel de redressement en cas de réactivation de l'accord de 2015 est donc bien sûr très élevé.

Contrairement aux pays producteurs du Golfe et d'Afrique du Nord, l'économie iranienne est assez diversifiée avec un secteur industriel – ancien (notamment automobile) et développé – et une agriculture qui emploie encore 18% de la population. Toutefois, le poids de l'État reste beaucoup trop élevé et cela est un frein puissant au développement de l'entreprise privée.

Pays exportateur, les balances commerciale et courante sont traditionnellement excédentaires. Cela s'est vérifié également de 2018 à 2020 où le solde courant est resté en excédent.



Les plus grandes défailances économiques du pays concernent la politique monétaire. L'inflation, historiquement élevée, est souvent importée et liée à la dépréciation de la monnaie. Le régime de change est un régime de change fixe au dollar américain, mais l'énorme marché noir de la devise et l'impact des embargos provoquent des décrochages brutaux du rial. Celui-ci s'est effondré de 80% depuis les mesures d'embargo. Par ailleurs, le système bancaire est de qualité médiocre et aura du mal à financer le développement des activités en cas de retour à l'accord de 2015.

De son côté, la démographie reste assez vigoureuse : avec une croissance annuelle de la population de 1,2% au cours des vingt-cinq dernières

années, c'est désormais un million d'habitants en plus par an qu'il faut nourrir, loger et à qui donner du travail. Un défi permanent.

La situation sociale est, de son côté, très mauvaise. La paupérisation des populations est en fort développement en raison de l'inflation importée qui

érode significativement le pouvoir d'achat des ménages, et notamment celui de la classe moyenne. Le chômage est élevé et probablement sous-estimé, et de nombreuses manifestations ont eu lieu récemment dans les provinces, mouvements sociaux parfois relayés par la télévision d'État.

☑ Notre opinion – *Le risque politique reste par ailleurs très élevé. Les dirigeants (Khameneï en tant que « guide » et Raïssi comme « président - Premier ministre ») font partie de la frange très dure de la politique iranienne. Que l'accord soit réactivé ou non, le risque géopolitique ne devrait pas changer fondamentalement en raison des milices « proxy » du Moyen-Orient, actives au Liban, en Syrie, en Irak et au Yémen et qui ont montré récemment leur capacité à attaquer le territoire des Émirats Arabes Unis, pourtant réputé être l'un des plus sécurisés de la région.*

Europe centrale et orientale, Asie centrale

République tchèque : un agenda bien chargé

Les élections législatives d'octobre dernier ont couronné la victoire de la grande coalition des partis d'opposition avec une majorité de 106 sièges sur 200 au parlement. Une coalition constituée dans l'objectif de faire un front commun afin de renverser le gouvernement Babis en place depuis 2017. La stratégie a été concluante et le dirigeant de cette formation (Ensemble) du centre droit, Petr Fiala, est désormais le nouveau Premier ministre tchèque.

Ce renouvellement pourrait se révéler bénéfique pour les équilibres des pouvoirs en République tchèque. Rappelons que l'ancien Premier ministre A. Babis avait réussi une très forte concentration des prises de décisions autour de son cabinet avec également des soupçons sur des affaires de corruption.

Néanmoins, la nouvelle coalition comporte aussi un risque non négligeable d'instabilité politique qui pourrait amener à de nouvelles élections anticipées et une forte probabilité de retour de Babis sur la scène politique.

Un autre avantage majeur du nouveau gouvernement est son ouverture vers l'UE et l'alignement des valeurs défendues avec celles de l'Union, ce qui rassure compte tenu des actualités mouvementées de l'UE.

En revanche, la fragilité de cette coalition se situe dans l'écartement idéologique des cinq différents partis qui la composent et qui se sont réunis plus pour renverser une certaine forme d'autoritarisme que pour gouverner ensemble.

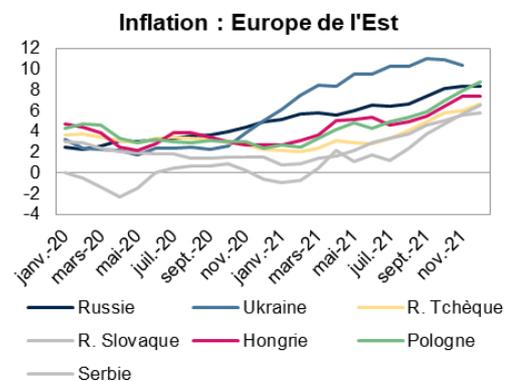
Cela étant dit, le programme annoncé par le gouvernement Fiala est plutôt prometteur et tout à fait en ligne avec les priorités du fonds de relance européen. Le mot d'ordre est « la modernisation » de l'économie. Tout d'abord un grand programme de digitalisation des données des administrations publiques sera déployé permettant ainsi de faciliter les démarches des citoyens.

Une politique de maîtrise des dépenses sociales est prévue mais avec un accent sur l'encouragement de la natalité pour faire face au fort vieillissement de la population, qui va s'accroître dans les dix prochaines années.

Enfin, le chantier des énergies vertes est également une priorité pour un pays qui demeure encore très dépendant aux énergies fossiles (charbon). Le plan tchèque s'inscrit dans le cadre de la politique européenne (*European Green Deal*). Le recours au nucléaire est également envisagé avec un objectif de 50% de production nationale à horizon 2050. L'utilisation des solutions solaires par les particuliers devrait également faire l'objet de subventions. Toutefois, sa dépendance aux produits pétroliers et au gaz risque encore de demeurer un certain temps.

Ces développements s'inscrivent bien dans les ambitions européennes et, par ailleurs, la collaboration entre ce nouveau gouvernement et les instances de l'UE devrait s'intensifier et surtout s'apaiser.

Rappelons qu'en termes financiers la République tchèque bénéficie d'une enveloppe de 6,7 milliards d'euros qui pourraient être un réel accélérateur de réformes si toutefois la coalition en place arrive à se focaliser sur l'agenda promis.



Sources: Banques centrales, Crédit Agricole S.A

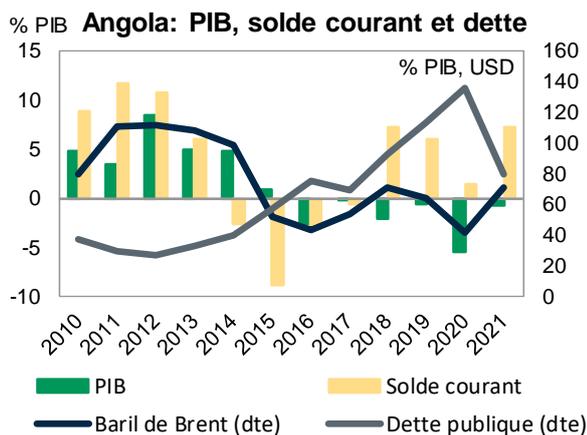
Notre opinion – Sur le plan macroéconomique, les effets de la crise sanitaire et des rebonds de contaminations continuent à faire fluctuer la croissance du PIB au rythme des mesures restrictives mises en place. Néanmoins, le pays devrait enregistrer une hausse autour de 4% de son PIB et le solde courant continue à rester positif (autour de 2% du PIB) grâce à la bonne tenue des exportations. Les investissements devraient également rebondir grâce à une amélioration de l'environnement des affaires attendue et une dynamique positive dans l'ensemble des secteurs.

Parallèlement, les pressions inflationnistes des salaires s'intensifient en raison du très faible taux de chômage du pays autour de 3% en moyenne. Il ne faut pas sous-estimer les disparités régionales en termes d'emplois et de revenus. Le taux d'inflation est globalement en hausse, comme dans toute la région en raison de la hausse des coûts de production partout ailleurs. Le pays importe beaucoup de matières premières ou de produits intermédiaires, et donc la part de l'inflation importée est non négligeable.

Afrique sub-saharienne

Angola : le prix élevé du baril de pétrole améliore logiquement la situation du pays

La dépendance de l'Angola au pétrole est extrêmement forte : l'or noir compte pour un tiers du PIB, plus de la moitié des ressources du gouvernement et 90% des recettes du compte courant. Le pays a donc connu des difficultés importantes à partir de la chute des cours mondiaux en 2014.



Mais, de façon analogue, l'actuel prix élevé du pétrole depuis le milieu de l'année dernière est favorable à l'Angola, qui a par ailleurs engagé plusieurs réformes dans le cadre d'un programme FMI de 2018 à 2021. Les trois principales agences ont rehaussé ces derniers mois la notation souveraine de l'Angola. Le pays reste toutefois à un niveau de rating faible du fait de nombreuses difficultés structurelles, à commencer par la concentration de son économie. Ces mouvements viennent surtout en réaction à l'amélioration notable de la situation du pays en ce qui concerne son niveau de dette publique et son équilibre externe.

Outre la hausse des revenus issus des exportations de pétrole, l'amélioration de la situation angolaise procède en bonne partie de l'appréciation de son taux de change sur l'année 2021 (+18% par rapport au dollar américain).

Plus de 70% du stock de dette publique de l'Angola est libellé en devises. Par conséquent, les ratios de dette ont une forte sensibilité aux fluctuations du kwanza angolais et aux effets de ciseau (exprimés

en dollars, le PIB nominal devient plus faible relativement au stock de dette).

Ainsi, l'explosion de la dette publique entre 2017 et 2020 (+67 points de pourcentage à 130% du PIB) a été fortement accentuée par la dépréciation de 75% de la monnaie sur la période. L'appréciation nette du kwanza l'année dernière a donc contribué à faire refluer le ratio de dette publique, à 75% du PIB.

L'Angola n'a pas connu en 2021 de reprise significative, et le chiffre de croissance pour l'année dernière devrait montrer un PIB stable, après cinq années de récession à partir de 2016. L'activité économique est toutefois attendue en croissance en 2022 et 2023, grâce au dynamisme du secteur non-pétrolier, que les réformes menées par les autorités cherchent à stimuler.

La diversification de l'économie angolaise est en effet indispensable alors que la production pétrolière du pays est en déclin depuis son pic de 2010. L'année dernière, les difficultés techniques de ses installations vieillissantes ont empêché l'Angola d'utiliser tout le quota qui lui était alloué par l'OPEP+, et la production devrait plafonner à 1,2 million de barils par jour à l'avenir (contre 2 millions de b/j en 2010). Le pays a toutefois profité de l'effet prix et le solde courant s'est redressé pour atteindre un excédent de 7% du PIB.

La liquidité externe de l'Angola profite de cette hausse des revenus en devises. Le pays a également préservé temporairement des ressources en participant à l'initiative de suspension du service de la dette (ISSD), qui a pris fin au 31 décembre dernier. De même, près d'un tiers de la dette publique angolaise est dû à des créanciers chinois, avec lesquels le pays avait négocié en 2020 un accord de reprofilage pour reporter les remboursements jusqu'à la fin de l'année 2022.

Le profil d'amortissement de la dette externe requiert cependant d'importants besoins de financement. Dès cette année, le pays va faire face à un service de la dette externe d'environ 5,6 Mds de dollars, soit 5% du PIB, avant d'atteindre 7 milliards en 2025. Le gouvernement envisage donc d'émettre à nouveau rapidement sur les marchés internationaux de capitaux.

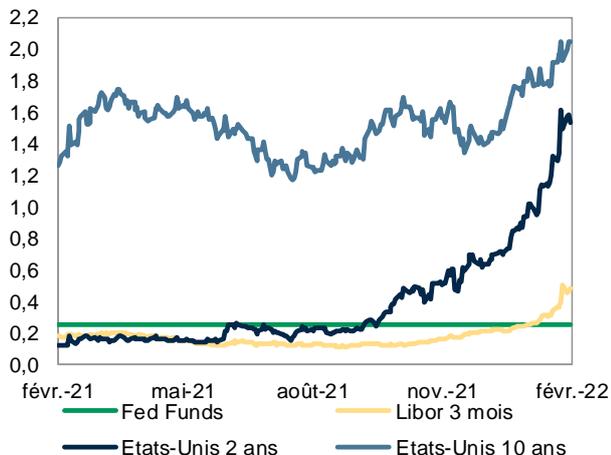
✓ Notre opinion – Le retour des cours pétroliers mondiaux à des niveaux élevés coïncide utilement avec la mise en œuvre des réformes que le pays déploie depuis 2018. Il ne doit cependant pas repousser l'urgent besoin de diversification de l'économie nationale. Fitch estime le prix d'équilibre du pétrole pour l'Angola à 50\$, ce qui laisse une certaine marge au pays, alors que les anticipations convergent vers un prix du baril élevé sur les deux prochaines années.

2022 sera par ailleurs une année d'élection parlementaire dans le pays. Le MPLA (parti au pouvoir depuis l'indépendance de 1975) du président João Lourenço fera face pour la première fois à une opposition unie.

Tendances à suivre

Taux d'intérêt en dollar américain

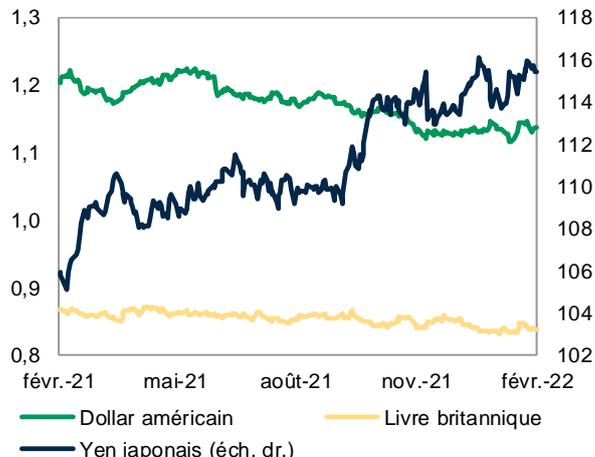
%, interbancaire (Londres) et souverains (Etats-Unis)



Source : Thomson Reuters

Taux de change des principales devises

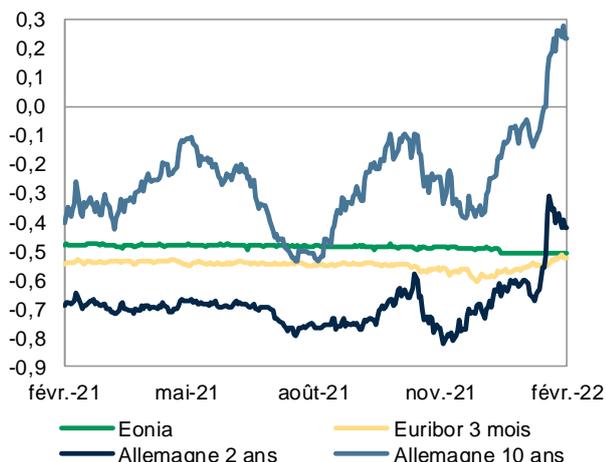
EUR/USD, EUR/GBP et USD/JPY



Source : Thomson Reuters

Taux d'intérêt en euro

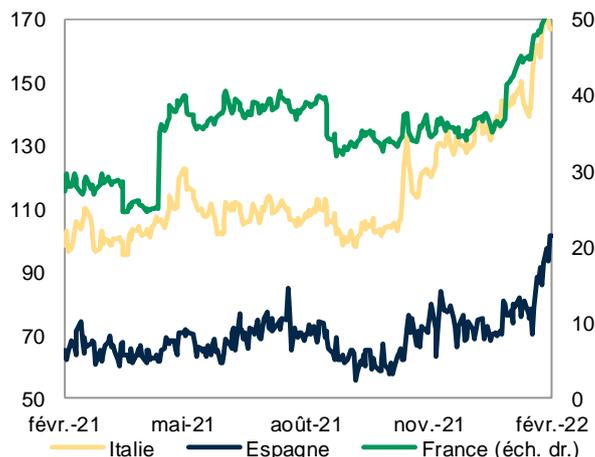
%, interbancaires (Londres) et souverains (Allemagne)



Source : Thomson Reuters

Spreads souverains européens avec le Bund

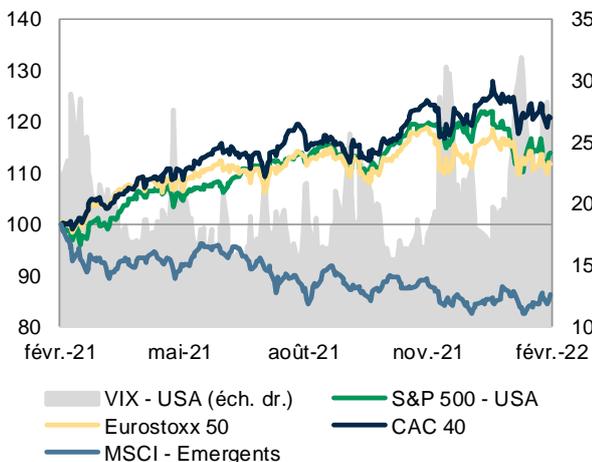
Pdb, dette en EUR à dix ans



Source : Thomson Reuters

Marché actions

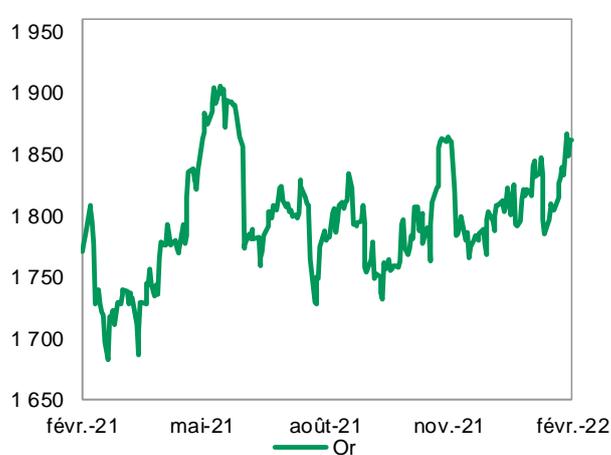
Indice boursiers (100 = début de période) et volatilité VIX



Source : Thomson Reuters

Cours de l'once d'or

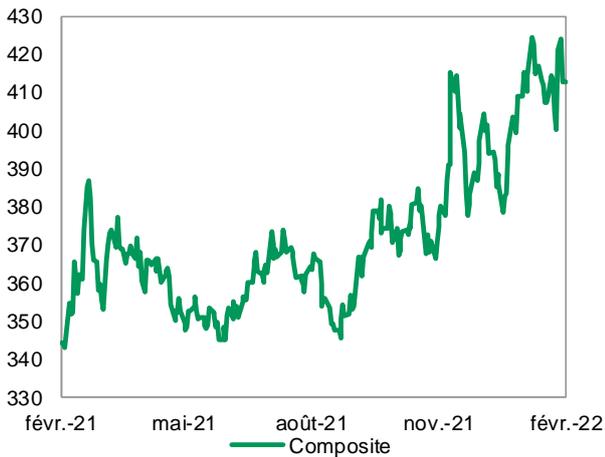
USD/Once troy (Londres)



Source : Thomson Reuters

Spreads souverains émergents avec le T-Bond

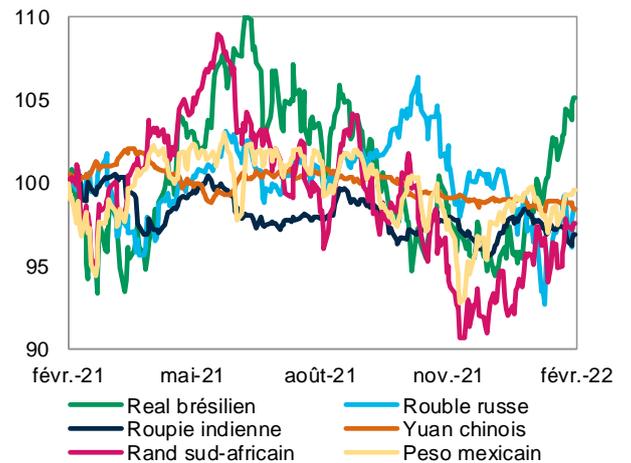
Indices EMBI+ (pdb, dette en USD de plus d'un an)



Source : JP Morgan

Devises émergentes

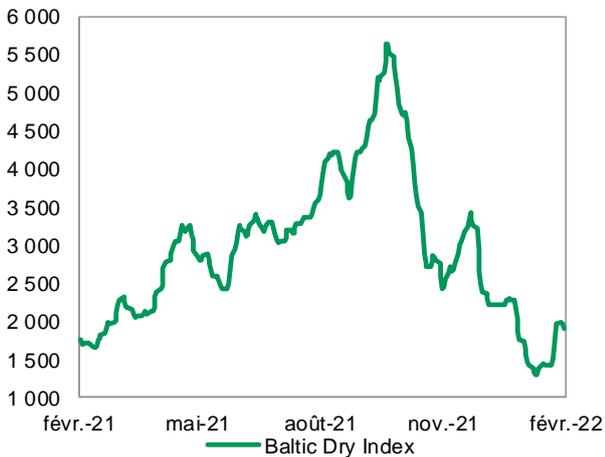
/USD (indice 100 = début de période)



Source : Thomson Reuters

Coût du transport maritime de vrac sec

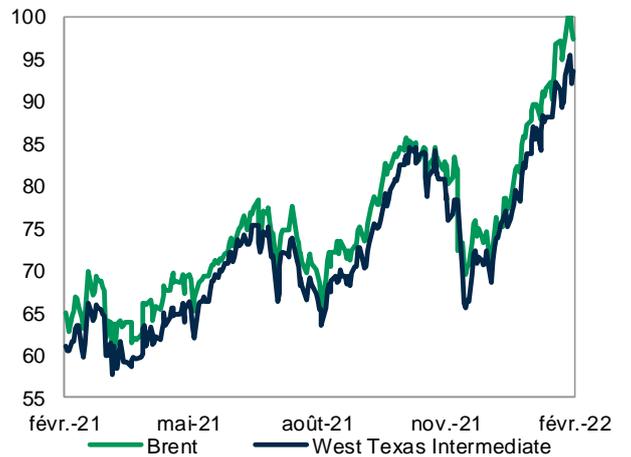
Baltic Dry Index (USD/point)



Source : Baltic Exchange

Cours du baril de pétrole brut en USD

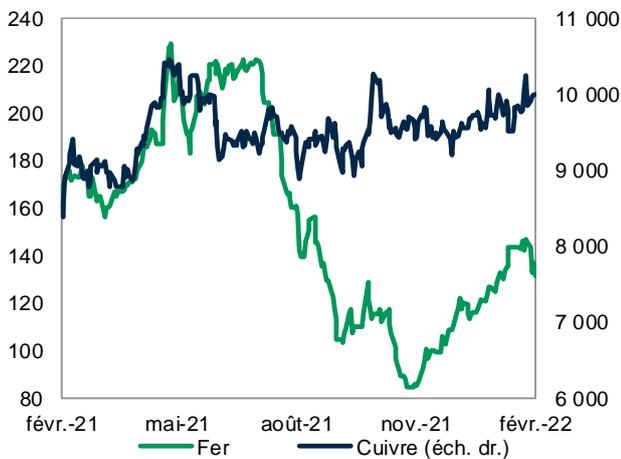
Brent (mer du Nord) et WTI (golfe du Mexique)



Source : Thomson Reuters

Cours des métaux

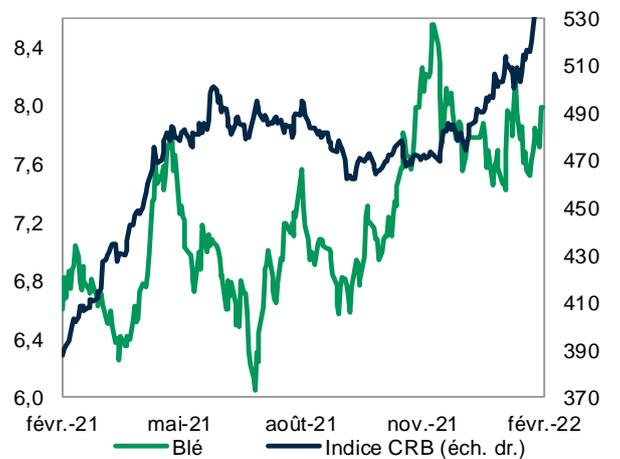
USD/tonne métrique



Sources : Steel Home, London Metal Exchange

Agriculture

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



Sources : USDA, CRB

Consultez nos dernières parutions en accès libre sur Internet :



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

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

Date	Titre	Thème
17/02/2022	L'Europe vote Mattarella	Italie
16/02/2022	Italie – Recul de la production en fin d'année	Italie
15/02/2022	ECO Tour 2022 : état de l'économie française secteur par secteur	France, sectoriel, macroéco
14/02/2022	Royaume-Uni– Conjoncture. Flash PIB : faible impact d'Omicron sur le PIB au T4	Royaume-Uni
11/02/2022	Monde – L'actualité de la semaine	Monde
11/02/2022	L'insolente santé de l'économie coréenne	Asie
09/02/2022	France – Comprendre l'accélération récente et les écarts d'inflation suivant les habitudes de consommation	France
09/02/2022	Mexique – Élève sérieux et appliqué	Amérique latine
08/02/2022	Ukraine – L'hiver de la grande incertitude	PECO
07/02/2022	Parole de banques centrales – La BoE à la conquête du temps perdu	Royaume-Uni

Études Économiques Groupe – Crédit Agricole S.A.

12, place des États-Unis – 92127 Montrouge Cedex

Directeur de la publication : Isabelle JOB-BAZILLE

Rédacteurs en chef : Paola MONPERRUS-VERONI, Tania SOLLOGOUB, Armelle SARDA

Zone euro : Pierre BENADJAUD, Ticiano BRUNELLO, Olivier ELUERE, Paola MONPERRUS-VERONI (coordination zone euro), Sofia TOZY, Philippe VILAS-BOAS

États-Unis, Royaume-Uni, Irlande, pays scandinaves : Slavena NAZAROVA

Europe centrale et orientale, Asie centrale : Tania SOLLOGOUB (coordination pays émergents), Ada ZAN

Asie : Sophie WIEVIORKA

Amérique latine : Catherine LEBOUGRE (coordination scénario)

Afrique du Nord, Moyen-Orient : Olivier LE CABELLEC

Afrique sub-saharienne : Thibault ALIX

Documentation : Dominique PETIT, Elisabeth SERREAU

Statistiques : Robin MOURIER, Alexis MAYER

Réalisation et Secrétariat de rédaction : Véronique CHAMPION

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

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.