

Perspectives

Hebdomadaire – N°22/285 – 30 septembre 2022

MONDE – L'actualité de la semaine

☞ Des mesures toujours plus énergiques certes mais jusqu'où ?.....	2
☞ France : léger recul de l'inflation en septembre.....	4
☞ Zone euro : l'inflation atteint 10% en septembre.....	4
☞ Zone euro : le sentiment économique se dégrade davantage en septembre.....	5
☞ Allemagne : le climat des affaires suggère que le pays glisse un peu plus vers la récession.....	6
☞ Allemagne : le gouvernement sort le « bouclier défensif » pour lutter contre l'inflation !.....	6
☞ Italie : au lendemain des élections, la deuxième mi-temps commence.....	7
☞ La BoE intervient en urgence dans une tempête de méfiance sur les marchés des gilts.....	9
☞ Indonésie : la force tranquille ?.....	11
☞ Liban : dévaluation de la livre enfin actée mais blocage politique persistant.....	13
☞ Ukraine : entre offensive et contre-offensive, un pays plus que jamais en économie de guerre.....	14
☞ Maurice et Seychelles : vers la reprise de l'industrie touristique.....	15

👉 Des mesures toujours plus énergiques certes mais jusqu'où ?

Comme toujours la question de l'équilibre subtil entre « *en faire trop* » ou « *ne pas en faire assez* » est restée au cœur des discours des banquiers centraux et des annonces budgétaires gouvernementales. Toute communication, aussi anodine soit-elle, est systématiquement scrutée par les investisseurs, soucieux d'y trouver des incohérences susceptibles d'amorcer des mouvements massifs de ventes (ou d'achats) d'actifs financiers.

À cet égard, la crédibilité du gouvernement de Liz Truss s'est trouvée encore plus écornée en fin de semaine dernière lorsque son ministre des Finances a annoncé que le plan de soutien à l'économie serait largement financé par de la dette additionnelle alors que la BoE avait précisément annoncé vouloir se dessaisir de ses obligations publiques en démarrant le « *quantitative tightening*¹ » dès le mois d'octobre. Une incompréhension qui a agité l'épouvantail de la soutenabilité de la dette britannique, tirant la livre sterling face au dollar à son plus bas niveau depuis plus de trente ans lundi et propulsant le Gilt à 10 ans à 4,5%, son plus haut niveau depuis l'été 2009. La Banque d'Angleterre a dû intervenir en urgence pour mettre fin à l'hémorragie financière en annonçant qu'elle procéderait à des achats immédiats mais temporaires d'obligations souveraines à long terme afin de « rétablir les conditions de stabilité financière ».

Outre-Atlantique, la version définitive du chiffre de croissance du PIB au T2 a confirmé un recul de 0,6% en rythme annualisé. Les inscriptions hebdomadaires au chômage ont continué de diminuer pour atteindre 193 000 demandes, soit leur plus bas niveau depuis avril dernier, soulignant la robustesse du marché du travail américain. Les hausses agressives du taux directeur (trois relèvements consécutifs de 75 points de base sur cinq réalisés cette année) pour tenter de mettre un coup d'arrêt à l'inflation finissent par imprimer leur marque sur le coût du crédit. Les taux des emprunts hypothécaires sont en effet devenus beaucoup plus dissuasifs, freinant nettement les demandes de crédits immobiliers (-29% sur un an). Or, les récents discours des membres de la Fed ont indiqué que le « *board* » était disposé à relever plus fortement encore ses taux directeurs pour maîtriser l'inflation quitte à endommager la croissance, l'objectif d'ancrage des anticipations d'inflation à la cible des 2% primant sur l'objectif d'emploi à court terme.

En zone euro, l'indice du sentiment économique s'est dégradé en septembre pour le sixième mois consécutif (indice à 93,7 points). Le taux d'inflation

harmonisé a atteint +10% sur un an après +9,1% en août, plaidant pour une nouvelle hausse de taux importante de la BCE pour tenter de circonscrire l'inflation, au risque de peser sur la croissance. À cet égard, l'OCDE a fortement révisé à la baisse ses prévisions de croissance annuelle pour 2023 en zone euro, la passant de +1,6% en juin dernier à seulement +0,3%. Certains pays, plus dépendants du gaz russe, pourraient enregistrer des récessions techniques en cours d'année comme l'Allemagne qui reste plus fortement concernée par la crise énergétique. Son gouvernement a par ailleurs brandi un « *bouclier défensif* » pour plafonner les prix du gaz et de l'électricité. De plus, les fuites de gaz détectées en mer Baltique sur les gazoducs Nordstream 1 et 2 au large du Danemark et de la Suède réduisent à néant la probabilité de reprise des flux dans le pipeline historique d'ici la fin de l'année, ce qui risque d'accroître davantage les tensions sur les prix de l'énergie en Europe.

En Chine, la production industrielle s'est faiblement redressée en septembre avec l'indice PMI manufacturier NBS repassant en zone d'expansion à 50,1 points, après deux mois de contraction. D'autres restrictions prolongées à venir liées aux Covid ne peuvent être exclues et le moindre soutien des exportations à l'activité ainsi que les difficultés du secteur immobilier font craindre que le ralentissement observé depuis plusieurs mois ne se poursuive.

Dans ce contexte, les marchés mondiaux se sont détournés des actifs risqués, tirant les principaux indices actions vers de nouvelles pertes hebdomadaires. Ainsi, le SPX500 et l'Eurostoxx 50 ont cédé respectivement 1,4% et 1,5%. Si les échéances courtes ont plutôt bien résisté, les obligations souveraines ont été malmenées avec une désaffection affectant même les titres américains et allemands dont les taux à 10 ans ont ainsi respectivement augmenté de 2 et 6 points de base. La question de la crédibilité budgétaire s'est invitée encore plus brutalement dans le débat politique avec la victoire de G. Meloni, ramenant les projecteurs sur les futures émissions de BTP, la soutenabilité de la dette et l'engagement du pays à suivre les recommandations de la Commission européenne en matière de réformes structurelles. La prime italienne face au Bund s'est écartée de 12 points, hissant le *spread* à 244 points de base : un écartement et un niveau de prime finalement « contenus » comparés à la surprise politique de 2018 (respectivement, 56 et 290 pb). Si les marchés nourrissent une plus grande défiance vis-à-vis de la dette italienne, ils gardent néanmoins en tête que la

¹ Opération de « resserrement monétaire » consistant à vendre des actifs financiers détenus précédemment au bilan de la banque centrale.

BCE se tient prête à déclencher ses outils « *anti-fragmentation* » en cas d'attaques spéculatives.

Sur le marché des changes, la devise européenne a repris quelques couleurs face au dollar, s'appréciant d'un très modeste 0,7% mais demeurant néanmoins sous la parité en fin de

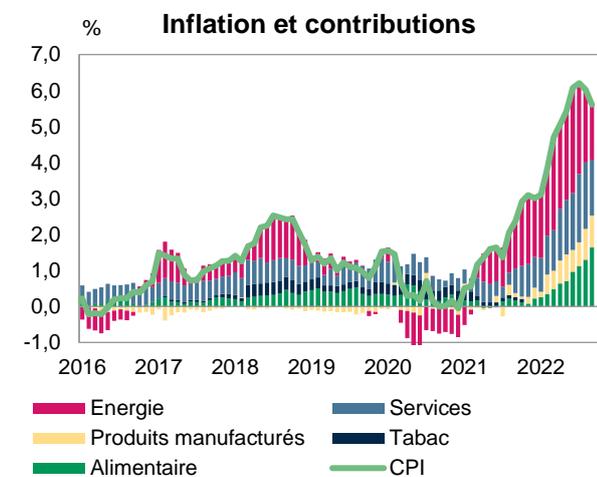
semaine. Enfin, le prix du baril de pétrole en mer du Nord a augmenté de 2,8% sur fond de réduction de l'offre en provenance du golfe du Mexique menacé par l'ouragan *Ian* et d'une baisse des stocks de brut américain.

Zone euro

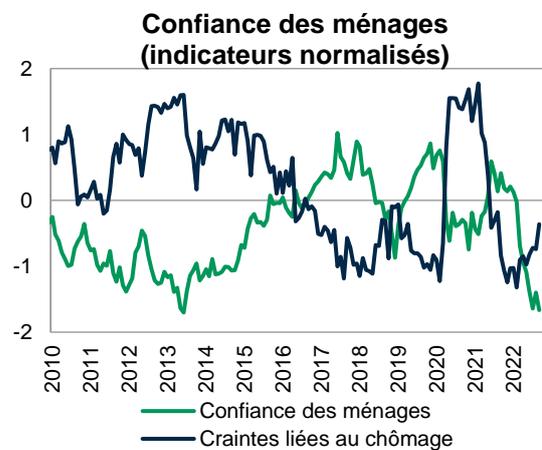
France : léger recul de l'inflation en septembre

L'inflation atteint 5,6% sur un an en septembre, en recul pour le deuxième mois consécutif après le pic à 6,1% atteint au mois de juillet. Cette baisse est premièrement due aux prix de l'énergie qui progressent de 17,8% sur un an en septembre contre +22,7% au mois d'août grâce au renforcement de la remise sur les carburants et à la baisse des prix du pétrole. L'énergie n'est d'ailleurs plus le premier contributeur à la hausse du niveau des prix. En effet, les prix de l'alimentation progressent de 9,9% sur un an, en hausse par rapport au mois d'août et contribuent ainsi à hauteur de 1,6 point à la hausse des prix.

Malgré cette baisse du taux d'inflation, les ménages sont toujours inquiets face au niveau des prix et la confiance des ménages perd 3 points à 79, bien en dessous de sa moyenne de long terme (100). En outre, si les inquiétudes face au niveau des prix restent très élevées, nous constatons également une forte remontée des craintes liées au chômage même si celles-ci restent à un niveau relativement bas historiquement. Ainsi, malgré une légère baisse de l'inflation sur les deux derniers mois, les ménages restent inquiets ce qui se reflète par des comportements de consommation toujours prudents. La consommation des ménages en biens a d'ailleurs stagné au mois d'août.



Source : Insee, Crédit Agricole SA / ECO



Source : Insee, Crédit Agricole SA / ECO

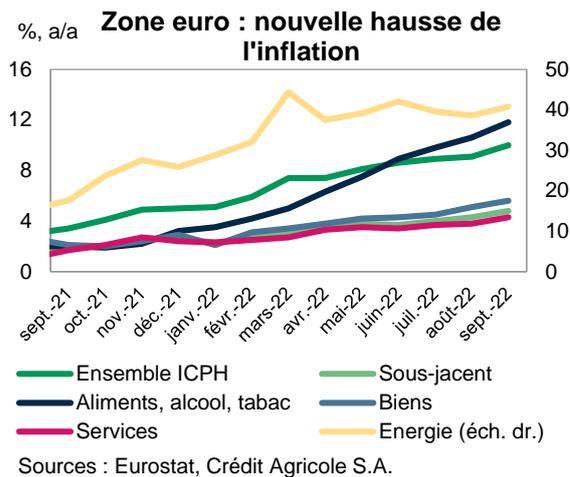
Notre opinion – Alors que l'envol des prix depuis le second semestre 2021 était principalement dû à la hausse des prix de l'énergie, c'est désormais l'alimentation qui contribue le plus à l'inflation. Ceci indique une transmission des hausses des coûts des matières premières sur les prix de vente avec un certain retard. Alors que nous anticipons une stabilisation des cours du gaz et de l'électricité à un niveau élevé et alors que le bouclier tarifaire sera largement maintenu en 2023 (hausse des prix du gaz et de l'électricité limitée à 15% pour les ménages), les prix des autres biens et services pourraient continuer à progresser à cause des effets de second tour. L'impact du bouclier tarifaire sur l'inflation serait alors plus faible l'année prochaine puisqu'il ne cible que l'énergie. Il convient donc de soutenir le revenu des ménages pour éviter la dégradation de leur pouvoir d'achat. Après le net recul du pouvoir d'achat au premier semestre, nous anticipons d'ailleurs une croissance importante du revenu sous l'impulsion de la loi pouvoir d'achat adoptée pendant l'été, mais aussi du dynamisme du marché de l'emploi. Cependant, même si le pouvoir d'achat ne devrait que faiblement reculer en moyenne sur l'ensemble de l'année 2022, l'inflation restera élevée l'année prochaine et les ménages restent prudents ce qui pèse sur la consommation. En outre, un ralentissement de l'activité économique dans les prochains trimestres est très probable et serait causé à la fois par une demande toujours modérée, mais aussi et surtout par des contraintes d'offre. Les difficultés d'approvisionnement et le niveau des prix du gaz risquent de forcer certaines industries à mettre en pause leurs activités.

Zone euro : l'inflation atteint 10% en septembre

Le taux annuel d'inflation a atteint 10% dans la zone euro en septembre selon la première estimation. La hausse du taux de croissance des prix a été particulièrement marquée en Allemagne (10,9% après 8,8% en août, du fait aussi de l'expiration de la baisse temporaire des prix des transports), mais

aussi aux Pays-Bas (17,1% après 13,7%), en Belgique (12% après 10,5%) et dans une moindre mesure en Italie (9,5% après 9,1%) et au Portugal (9,8% après 9,3%). En revanche, en France l'inflation a été plus modérée (6,2% après 6,6%) tout comme en Espagne (9,3% après 10,5%).

La hausse des prix de l'énergie a encore fortement contribué à la remontée de l'inflation avec un taux de 40,8% sur un an, en accélération sur le mois d'août (38,6%). Les biens alimentaires ont aussi connu une forte hausse de leurs prix au rythme de 11,8% (après 10,6% en août) contribuant ainsi à l'accélération de l'indice général des prix. La propagation aux prix des biens industriels non énergétiques (5,6%) continue à un rythme plus soutenu depuis août. La diffusion au prix des services dont l'inflation a atteint 4,3% (via l'impact de l'inflation de l'alimentaire sur les prix de la restauration et de l'inflation énergétique sur les prix des transports, mais aussi par l'effet des réouvertures estivales post-Omicron) s'est fortement renforcée en septembre. Le taux d'inflation sous-jacente a donc atteint un nouveau point haut à 4,8%.

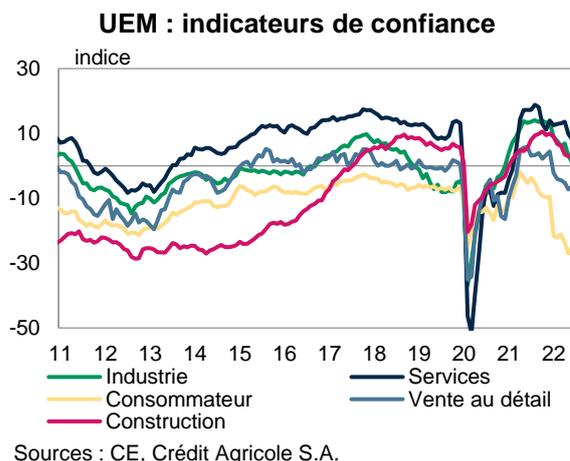


Notre opinion – Cette nouvelle remontée de l'inflation et surtout de ses composantes moins volatiles augmente la pression sur la BCE. Il est certain que la Banque centrale guettera l'évolution des anticipations d'inflation. Ces dernières, notamment celles de marché (swap à 5 ans dans 5 ans) après avoir atteint un pic à 2,5% début mai, se sont plus récemment établies à 2,1%, convaincues par l'action plus résolue de la BCE et par les signes de ralentissement de l'activité. Si cette nouvelle hausse de l'inflation ne remet pas en cause cette révision à la baisse des anticipations et si elle ne rallume pas les doutes sur la crédibilité de la banque centrale, il n'y a pas de raison d'anticiper une restriction monétaire immédiate plus agressive de celle pré-annoncée et déjà anticipée par les marchés.

Zone euro : le sentiment économique se dégrade davantage en septembre

L'indice du sentiment économique en zone euro s'est dégradé pour le sixième mois consécutif en septembre, s'établissant à 93,7 points après 97,3 pts en août. C'est la composante confiance des consommateurs (-28,8 pts) qui reste la plus affectée par le contexte inflationniste et ses risques sur la croissance et l'emploi. La confiance dans les ventes au détail se retrouve également particulièrement touchée et accuse un nouveau recul (-8,4 pts). La confiance dans l'industrie bascule en territoire négatif (-0,4 pt), une première depuis 18 mois, plombée par une baisse des commandes et des perspectives sans cesse révisées à la baisse. Les activités de services et la construction enregistrent également une détérioration de leur situation mais demeurent encore relativement épargnées par le pessimisme ambiant. Toutefois, l'indicateur d'emploi ne recule que faiblement (-0,8pt) principalement guidé par la détérioration des anticipations d'emploi dans l'industrie et la construction tandis que celles dans les services restent globalement inchangées et celles dans les ventes au détail s'améliorent à court terme. Parmi les grands pays de la zone, l'indice de confiance a particulièrement chuté en Allemagne (-4,8 pts), en

Italie (-3,7 pts) et en France (-3,2 pts) et dans une moindre mesure en Espagne (-1 pt). Une inflation élevée, des taux d'intérêt en hausse et une demande mondiale qui s'annonce plus timide qu'anticipée, pénalisent la croissance de la zone au troisième trimestre.



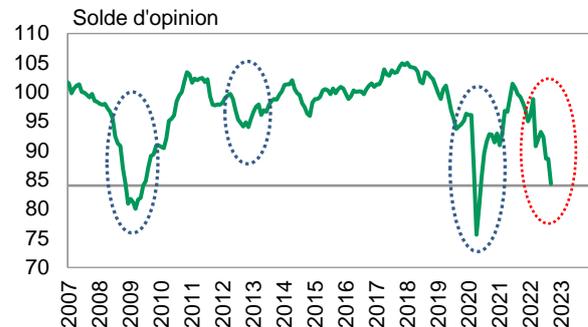
Notre opinion – L'incertitude est montée d'un cran cet été avec la hausse des prix de l'énergie. Ce contexte d'inflation élevée et durable pèse nettement sur la demande et le moral des consommateurs. L'industrie se retrouve de surcroît fortement impactée par cette flambée des coûts de production et certaines entreprises préfèrent réduire leur production, pénalisant la croissance. L'Allemagne, l'Italie et la France sont davantage en difficulté que leurs partenaires en raison de leur plus grande dépendance énergétique à l'importation et des déboires du nucléaire français.

Allemagne : le climat des affaires suggère que le pays glisse un peu plus vers la récession

Le climat des affaires en Allemagne s'est considérablement dégradé en septembre, l'indice atteignant 84,4 points contre 88,6 pts en août, soit son plus bas niveau depuis l'été 2009 si l'on fait exception de l'avènement de la crise sanitaire en février 2020. Les enquêtes auprès des entreprises ont signalé une nette contraction de l'activité dans les quatre secteurs concernés (industrie, construction, ventes au détail et services). Les perspectives d'activité à six mois s'enfoncent sous leur plus bas niveau historique hors période Covid-19 (à 75,2 pts versus 80,5 en août) tandis que l'évaluation de la situation actuelle s'est elle aussi fortement détériorée passant de 97,5 pts en août à 94,5 pts. Cette dégradation du climat des affaires coïncide avec les niveaux auxquels le PIB allemand s'est contracté dans le passé, suggérant un glissement progressif de la première économie de la zone en récession durant l'hiver. La forte inflation énergétique affecte durement le pouvoir d'achat des ménages et la production industrielle où les entreprises les plus

énergivores doivent sacrifier des chaînes de production devenues non rentables en raison des coûts élevés de l'électricité et du gaz.

Allemagne : climat des affaires



--- périodes durant lesquelles le PIB a reculé pendant au moins deux trimestres consécutifs
Sources : Ifo, Crédit Agricole S.A.

Notre opinion – L'activité allemande semble plus durement et plus précocement impactée par les conséquences de la guerre en Ukraine et la montée des prix énergétiques qui s'installe plus durablement en raison de la forte dépendance gazière du pays. Les pressions inflationnistes mordent plus fermement sur le pouvoir d'achat des ménages dont la croissance des revenus (estimée à 3,9% cette année) ne saurait compenser une inflation attendue à plus de 10% durant l'hiver. Les mesures de soutien déployées par le gouvernement sont surtout axées sur des allègements fiscaux (aux deux tiers) et beaucoup moins sur des redistributions directes (un tiers du paquet d'aides). De plus, la hausse des taux d'intérêt entamée pour juguler l'inflation viendra réduire la demande jusqu'ici particulièrement forte des projets immobiliers. Du côté des entreprises, non seulement les contraintes d'offre persistent avec des pénuries de produits intermédiaires toujours importantes mais la facture énergétique contraint un grand nombre d'industries énergivores à restreindre leur production pour préserver leur rentabilité. Cet environnement récessif semble s'installer plus durablement qu'escompté et nous amène à réviser à la baisse notre estimation de croissance du PIB à hauteur de -0,4% pour l'année 2023 après +1,6% cette année.

Allemagne : le gouvernement sort le « bouclier défensif » pour lutter contre l'inflation !

L'inflation allemande a atteint un nouveau pic de 10,9% sur un an en septembre, soit son plus haut niveau depuis vingt-cinq ans. La contribution de l'énergie explique en grande partie ce sursaut en raison de la guerre en Ukraine et de ses répercussions sur le prix du gaz et de l'électricité en Europe. Pour contrer ces effets néfastes sur l'économie qui menace de basculer en récession dans les mois à venir, le gouvernement allemand a annoncé un plan de 200 milliards d'euros intitulé « bouclier défensif » pour réduire au mieux les pressions inflationnistes auxquelles font face les ménages et les entreprises. Ce dernier comporte deux nouveaux éléments. Le premier consiste en un frein au prix de l'électricité qui sera appliqué à la fois aux ménages et aux entreprises, prenant la forme d'une subvention forfaitaire allant jusqu'à un certain niveau de consommation, au-delà de ce niveau, les consommateurs paieront le prix de marché classique. À cela s'ajoute également une mesure temporaire de frein sur le prix du gaz permettant de

ramener le prix à un niveau abordable pour le consommateur. Ce plafonnement des prix et les lignes directrices du dispositif ne seront connus qu'au terme d'une consultation d'experts attendue pour la mi-octobre. L'ensemble de ces mesures devrait être financé par le biais du fonds de stabilisation économique (FSE) initialement introduit pendant la pandémie pour renflouer la compagnie Lufthansa. Outre ces mesures, le gouvernement a annoncé vouloir abandonner son projet de taxe sur le gaz qui devait entrer en vigueur le 1^{er} octobre et qui avait pour objectif de soutenir les énergéticiens en difficulté. De surcroît, la réduction de la TVA de 19% à 7% prévue sur le gaz sera étendue jusqu'au printemps 2024 et concernera dorénavant aussi le chauffage urbain. Enfin, les deux centrales nucléaires qui devaient fermer en fin d'année pourront finalement continuer de fonctionner jusqu'au printemps 2023 et seront utilisées autant que nécessaire.

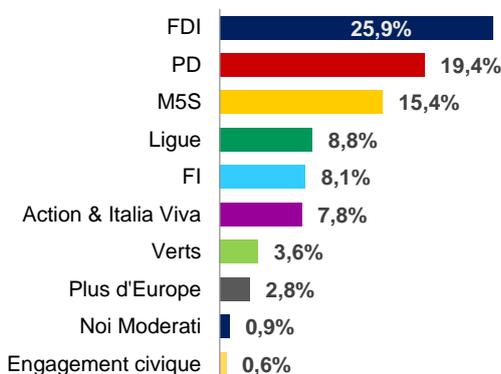
☑ **Notre opinion** – Face à la montée de l'inflation qui menace de freiner la demande, de paralyser l'industrie allemande et de plonger le pays en récession sévère, le gouvernement Scholz a mis en place un « bouclier défensif » qui n'est pas sans rappeler le « bouclier tarifaire » français. L'objectif est de limiter le renchérissement de la facture énergétique des ménages mais aussi des entreprises grâce à des subventions massives qui seront financées par de nouveaux emprunts grâce à la suspension du frein à la dette encore en vigueur cette année.

👉 **Italie : au lendemain des élections, la deuxième mi-temps commence**

Des résultats attendus, avec quelques surprises

Les prédictions des sondages ont été confirmées par la nette victoire de Giorgia Meloni aux législatives du 25 septembre. Fratelli d'Italia (FdI) devient le premier parti d'Italie avec près de 26% des voix.

Résultat des élections italiennes



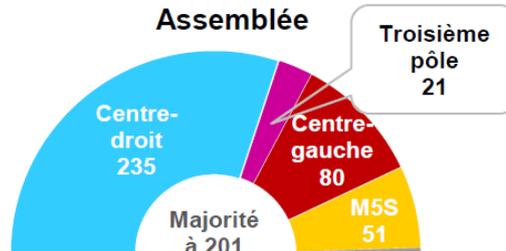
Sources : ministère de l'Intérieur, Crédit Agricole S.A.

Le Parti démocrate (PD) qui ambitionnait de dépasser les 20% n'atteint pas son objectif récoltant 19,4% des suffrages exprimés. Il fait cependant mieux que son score aux dernières législatives de 2018. La campagne de Giuseppe Conte sur le revenu de citoyenneté et le « Superbonus² » a permis au Mouvement cinq étoiles (M5S) de se maintenir à la troisième place avec 15,4% des voix. Le score du M5S reste bien inférieur à celui de 2018, lorsque le mouvement s'était imposé comme le premier parti en Italie, mais il est nettement au-dessus de ce que prédisaient les sondages. Le M5S est suivi par la Ligue et Forza Italia, qui obtiennent tous deux moins de 9% des suffrages exprimés. Le résultat de la Ligue (8,7%) est le deuxième fait marquant de cette élection. Le parti de Matteo Salvini a certes vu sa cote de popularité décliner progressivement depuis le score de 34% obtenu lors des élections européennes de 2019, mais il restait crédité de 12% des intentions de vote par les derniers sondages. Le résultat obtenu lors du scrutin sonne donc comme un désaveu pour la stratégie menée par Matteo Salvini. Le troisième parti – né de l'alliance entre Action et Italia Viva – obtient quant à lui 7,8% des voix. Le nouveau parti centriste ne réalise pas son objectif de 10% mais l'alliance Matteo Renzi-Carlo Calenda parvient néanmoins à

doubler son score par rapport à la précédente élection dépassant largement le seuil de 3%.

Avec près de 45% des suffrages, les voix cumulées de Fratelli d'Italia, la Ligue et Forza Italia permettent à la coalition dite de centre-droit d'obtenir une large majorité. La future présidente du Conseil pourra ainsi compter sur un total de 235 sièges à la Chambre et de 101 au Sénat. Les dispositions de la loi électorale, qui consacrent la prime majoritaire, expliquent en grande partie ce résultat. En effet, sur les 146 sièges soumis au vote uninominal, la coalition de centre-droit en remporte 121, tandis que le PD (12) et le M5S (10) se partagent les sièges restants. La coalition de centre-gauche menée par le Parti démocrate récolte 25% des voix ce qui lui permettra d'obtenir 80 sièges à l'Assemblée et 34 au Sénat. Le Mouvement cinq étoiles parvient à garder 51 députés et 28 sénateurs tandis que le troisième pôle fait son entrée à la Chambre, avec 21 sièges à l'Assemblée et 9 au Sénat.

Résultat des élections italiennes : Assemblée



Sources : ministère de l'Intérieur, Crédit Agricole S.A.

Les règles de seuil ont entraîné l'exclusion de l'hémicycle de plusieurs petits partis. C'est le cas de Noi Moderati du centre-droit mais également d'Impegno Civico de Luigi Di Maio au centre-gauche. Italexit et l'Union populaire n'entreront pas non plus au sein de l'hémicycle.

Le scrutin du 25 septembre a également été marqué par le niveau d'abstention le plus élevé jamais enregistré lors d'une élection législative. Le taux de participation a atteint 63,9%, en baisse de 9% par rapport au précédent rendez-vous électoral en 2018 (72,9%). Les régions présentant les plus forts taux d'abstention sont la Calabre, la Sardaigne et la Campanie, tandis que les régions du Nord, telles que l'Émilie-Romagne, la Vénétie et la Lombardie, se

² Le Superbonus est un avantage fiscal qui consiste en une déduction de 110% des dépenses engagées dans la réalisation

de travaux visant à améliorer l'efficacité énergétique ou la réduction du risque sismique des bâtiments.

sont démarquées par des taux de participation proches de 70%.

Un chemin pavé d'embûches

Le résultat des élections change également les équilibres au sein de la coalition de centre-droit. Giorgia Meloni dont le parti est arrivé en tête sera chargée de former le nouveau gouvernement italien. La nouvelle présidente du Conseil devra cependant composer avec ses partenaires, notamment la Ligue qui est sortie très affaiblie du scrutin. Le parti de Matteo Salvini semble payer le prix de sa participation au gouvernement Draghi ainsi que des différentes polémiques qui ont émaillé sa campagne. La Ligue a par ailleurs été fortement bousculée jusque dans ses fiefs du nord, notamment en Vénétie et en Lombardie où elle a été surpassée par Fratelli d'Italia dans plusieurs circonscriptions. Alors qu'on le pensait hors-jeu, Matteo Salvini a obtenu de la direction fédérale du parti un nouveau mandat et aura en charge les négociations avec Giorgia Meloni. À ce titre, les deux entrevues de Giorgia Meloni avec Antonio Tajani (FI) et Matteo Salvini ont relancé le jeu des « ministrables ». Comme cela a été maintes fois répété durant la campagne, le gouvernement sera composé de personnalités politiques en opposition aux ministres dits « techniques » avec une forte dominance de FdI. Giorgia Meloni a également dit vouloir un gouvernement qui rassurerait les marchés et les interlocuteurs internationaux. À cet égard, l'attribution de certains portefeuilles sera suivie de près par les analystes de marché notamment ceux de l'Économie et des Finances, de la Défense, des Affaires étrangères et de l'Intérieur. Ce dernier est convoité par le leader de la Ligue, Matteo Salvini, qui avait déjà occupé ce poste à la suite des élections de 2018. Obtenir de nouveau ce mandat serait une victoire pour lui et confirmerait sa place à la tête du parti. Il semble néanmoins que la partie soit mal engagée. Les portefeuilles régaliens sont en effet discutés avec le chef de l'État et les antécédents du chef de la Ligue, avec le régime russe d'une part ainsi que dans l'affaire de l'Open Arms d'autre part, jouent contre lui. Le rôle attribué à Matteo Salvini est l'un des plus grands défis pour Giorgia Meloni si elle veut assurer la survie de sa coalition. Tout l'enjeu sera de s'assurer du soutien de la Ligue tout en neutralisant en partie son leader qui pourrait rendre difficile l'image de sérieux qu'elle entend afficher. Elle pourrait également revenir sur sa décision de ne pas inclure de ministres présents dans le gouvernement de Mario Draghi qui exclut de fait Giancarlo Giorgetti, l'une des deuxièmes têtes de pont de la Ligue. Surtout que la Ligue n'est pas le seul partenaire à contenter et qu'il faudra aussi composer avec les exigences de Forza Italia qui convoite, outre le poste du ministère des Affaires étrangères, le perchoir de l'Assemblée. En ce qui concerne le ministère de l'Économie et des Finances, les préférences de la Première ministre semblent se porter sur des personnalités à l'expérience éprouvée, qui

rassureraient les marchés, telles Domenico Siniscalco ancien ministre des deuxième et troisième gouvernements Berlusconi.

Retour au principe de réalité

Giorgia Meloni n'aura pas beaucoup de temps pour former son gouvernement. En effet, la première plénière du parlement étant fixée au 13 octobre, le nouvel exécutif doit faire face à un calendrier très serré, surtout s'il souhaite décider de la future loi de finances. Il sera très difficile pour le gouvernement Meloni de présenter à la Commission européenne sa feuille de route budgétaire d'ici le 15 octobre. L'Italie devrait alors fournir un projet de budget 2023 « sans changement politique » établi en majeure partie par le gouvernement sortant qui supervise également la mise à jour du document économique et financier. Giorgia Meloni pourra cependant proposer une mise à jour rectificative au cours de l'année prochaine comme cela a été fait en Allemagne.

Il n'y a pas que le calendrier qui est serré. L'enveloppe budgétaire dédiée à la manœuvre budgétaire est également fortement contrainte par le ralentissement de l'activité. Les premiers échos de la mise à jour du document économique et financier indiquent en effet une prévision de croissance gouvernementale de 0,6% l'année prochaine contre 2,3% dans celui d'avril. Les mesures à prendre par le nouveau gouvernement sont également en grande partie dictées par la conjoncture actuelle. La poursuite des mesures de soutien pour faire face au choc gazier et à la forte inflation ainsi que les dossiers complexes de la réduction du coin fiscal ou encore de la réforme du quota 102 des retraites devront pleinement occuper les premières semaines du gouvernement. Cela laisse, pour le moment, peu de place au programme du centre-droit. Dans ce contexte, les fonds du plan de relance pourraient se révéler cruciaux, d'autant que les coûts de financement de la dette italienne sont en nette hausse du fait du resserrement de la politique monétaire. Le gouvernement de Mario Draghi aura sécurisé deux tranches successives de 21 Mds€ des fonds du NGEU en remplissant les 45 objectifs fixés pour la fin juin par la Commission. Le gouvernement Meloni devra, s'il veut débloquer la troisième tranche de 19 Mds€ d'ici la fin décembre, remplir 55 objectifs supplémentaires. Dans ce contexte, les marges de manœuvre dans la renégociation avec Bruxelles des allocations du plan de relance semblent très limitées. Le rendement du souverain (avec un écart BTP-Bund déjà à 250 points de base) étant surveillé de près par les marchés, il faudra beaucoup d'habileté à Giorgia Meloni pour éviter la tempête « parfaite » qui pourrait naître d'une confrontation directe avec Bruxelles. Elle aura en outre besoin d'alliés au sein de l'Union européenne, dont l'agenda de fin d'année sera marqué par les discussions autour du changement des règles budgétaires et du programme de stabilité.

Royaume-Uni

La BoE intervient en urgence dans une tempête de méfiance sur les marchés des gilts

L'annonce, le 21 septembre dernier, par le nouveau Chancelier de l'Echiquier Kwasi Kwarteng d'un plan de relance significatif, entièrement financé par de la dette et composé essentiellement de baisses d'impôts, a provoqué un dévissage des marchés britanniques, un plongeon de la livre à un plus bas historique contre le dollar (à 1,0327 dans la journée du 26 septembre) et une forte hausse des taux (à près de 4,6% pour le taux deux ans, un plus haut depuis la crise de 2008). Le coût des baisses d'impôts est estimé à 45 milliards de livres d'ici 2026/27, dont 20 Mds £ sur les six prochains mois. À cela s'ajoute 60 milliards de livres d'emprunt supplémentaire sur la même période pour le plafonnement du prix de l'énergie pour les ménages et les entreprises. Dans la foulée du plan de relance, des émissions d'obligations souveraines à hauteur de 72 milliards de livres ont été annoncées par l'office de gestion de la dette DMO pour couvrir ce besoin de financement.

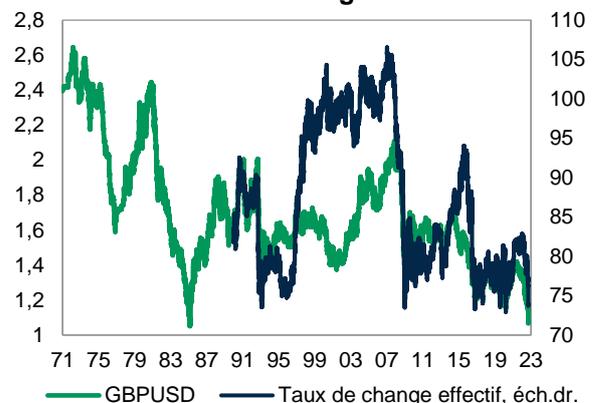
Les anticipations de marché sur le taux directeur se sont envolées (à près de 6% en 2023). Des spéculations sur une intervention de la Bank of England (BoE) en dehors du calendrier des réunions de politique monétaire, afin de soutenir la livre et le marché des titres publics, ne se sont pas fait attendre. La BoE a effectivement communiqué, et ce à deux reprises, cette semaine. Le 26 septembre, pour affirmer qu'elle attendrait la prochaine réunion du *Monetary Policy Committee* du 3 novembre, pour prendre une décision réfléchie sur la base de ses nouvelles prévisions d'inflation. La probabilité donc d'une hausse d'urgence des taux a fortement baissé au profit de celle d'une action agressive lors de la réunion du 3 novembre avec des marchés anticipant un relèvement de 100 points de base (contre 50 pbd annoncé en septembre). La hausse des taux s'est par ailleurs poursuivie avec un taux dix ans dépassant 4,7% dans la journée de mardi.

La BoE s'est donc vue obligée de communiquer une deuxième fois le 28 septembre, en annonçant des achats immédiats d'obligations publiques à long terme (*gilts*) pour rétablir le bon fonctionnement de marchés. Elle a justifié son intervention par le besoin de préserver la stabilité financière et d'écartier la possibilité de contagion sur les conditions de crédit pour l'économie réelle si la hausse de taux persistait. Les achats seront d'une courte durée (jusqu'au 14 octobre), ciblés sur les durations longues et d'une ampleur « aussi élevée que nécessaire ». Il semblerait que la hausse des taux menaçait depuis quelques jours la solvabilité des grands fonds de pension britanniques en raison de leur exposition élevée à des titres de duration longue et à leur

recours, devenu très important ces dernières années, aux produits dérivés et à des effets de levier significatifs. Des appels de marge en hausse menaçaient la solvabilité de ces fonds de pension, en mettant à mal leur trésorerie. Il y avait un risque de cercle vicieux de ventes massives de titres de dette sur le marché, amplifiant ainsi la hausse des taux. La BoE semble avoir voulu casser ce cercle vicieux.

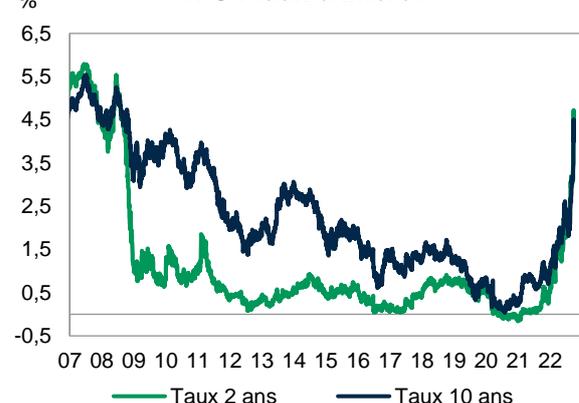
Autre annonce importante de la banque centrale, la BoE maintient néanmoins son intention de vendre des titres dans le cadre de son programme de resserrement quantitatif. Seulement, elle le reporte au 31 octobre prochain (au lieu du 3 octobre), tout en maintenant l'objectif d'une réduction de 80 milliards de livres par an de son stock de titres. En ce qui concerne la prochaine hausse de taux, la réunion de politique monétaire du 3 novembre prochain est confirmée comme la date la plus probable, et la BoE n'hésitera pas à monter ses taux « autant que possible » pour ramener l'inflation à sa cible de manière soutenable.

R-U : taux de change de la livre



Source : Bloomberg, Crédit Agricole S.A.

R-U : taux d'intérêt



Source : Datastream, Crédit Agricole S.A.

Enfin, dans un communiqué-surprise du 27 septembre, le FMI a critiqué le plan fiscal du gouvernement en disant qu'il ne recommandait pas de telles mesures non-calibrées, puisqu'il est important, dans le contexte actuel d'inflation élevée, que la politique budgétaire n'agisse pas à l'encontre

des objectifs de la politique monétaire. Il a en particulier remis en question les baisses d'impôts qui bénéficieraient aux revenus élevés et suggère au gouvernement de saisir l'occasion du budget du 23 novembre prochain pour réévaluer son plan.

✓ Notre opinion – *L'assouplissement fiscal (3,2% du PIB sur les six prochains mois) annoncé par le gouvernement de Liz Truss pourrait se justifier compte tenu de la stagnation de l'économie et de la probabilité forte d'une entrée en récession, mais ce serait ignorer le fait que l'inflation est beaucoup trop élevée (9,9% en août) et qu'elle devrait continuer d'augmenter en raison de la hausse des prix de l'énergie. Le plafonnement des prix de l'énergie pour les ménages et les entreprises a été bien accueilli : il permet de diminuer le pic de l'inflation et par là les risques sur les anticipations d'inflation. Il permet aussi de limiter la baisse du pouvoir d'achat et est donc par nature inflationniste. En revanche, les baisses d'impôts sont plus difficilement justifiables. Elles vont amplifier encore les pressions inflationnistes dans la mesure où elles devraient stimuler la demande à moyen terme et conduire à une inflation élevée plus durablement. De plus, beaucoup des mesures annoncées sont en faveur des classes aisées, pour lesquelles il y a moins d'urgence à soutenir leur consommation. Le FMI a donc à juste titre mis en garde contre une aggravation des inégalités.*

Plus grave encore, le découplage entre politique monétaire et politique budgétaire. Les émissions de dette qui serviront à financer le plan de relance arrivent à un moment où la politique monétaire n'est plus là pour accompagner le gouvernement en finançant ses emprunts. La BoE augmente ses taux (à 2,25% à l'issue de sa réunion de septembre) et a annoncé en août dernier un plan de resserrement quantitatif (de 80 milliards de livres de gilts par an), qui est susceptible d'augmenter encore plus l'offre de titres sur les marchés (et donc la hausse des taux, les investisseurs étrangers exigeant des rendements plus élevés pour détenir des titres britanniques).

Les marchés ont sanctionné la politique du nouveau gouvernement britannique par crainte non seulement d'une détérioration des finances publiques, mais surtout d'une inflation encore plus forte et donc de la nécessité de taux plus élevés pour la maîtriser. Les actions de la BoE ont permis de stabiliser les marchés, la livre a effacé ses pertes et les taux se sont significativement détendus depuis son annonce. En revanche, le risque de voir de nouveaux épisodes de tension n'a pas disparu, tant qu'il n'y a pas un engagement clair de discipline budgétaire de la part du gouvernement et de chiffrage officiel de l'impact sur les finances publiques. L'OBR publiera seulement le 23 novembre prochain l'analyse de l'impact du plan de relance sur les prévisions économiques et financières. D'ici là, les marchés devront digérer un début de resserrement quantitatif par la BoE. Le Royaume-Uni n'est donc pas à l'abri d'une nouvelle tempête sur les marchés.

Pays émergents

Asie

👉 Indonésie : la force tranquille ?

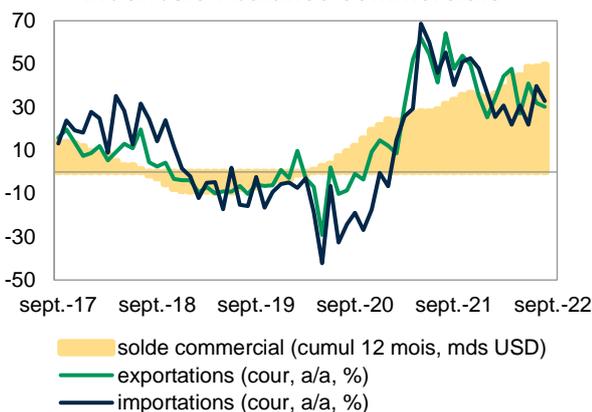
Il n'est pas si loin, le temps où Morgan Stanley rangeait l'Indonésie parmi les « cinq fragiles », les pays à surveiller particulièrement compte tenu de leur exposition à un resserrement monétaire venant des États-Unis. C'était en 2013, après la crise financière, alors que les devises émergentes se retrouvaient sous pression en raison des hausses de taux attendues.

Dix ans plus tard, alors qu'un resserrement monétaire fort et rapide s'est véritablement engagé, l'Indonésie semble cette fois relativement épargnée par les marchés, voire apparaît comme un pays d'opportunités face au reste du monde émergent.

Une économie fermée et productrice de matières premières

Avec un taux d'ouverture autour de 40% du PIB, l'Indonésie demeure un des pays les plus fermés d'Asie. Le commerce extérieur n'est donc généralement pas un relais de croissance sur lequel l'économie compte particulièrement. Mais en tant que producteur de matières premières (huile de palme, charbon, pétrole, métaux), l'Indonésie a su profiter de la hausse du cours observée ces derniers mois, malgré les périodes d'interdiction des exportations mises en place, notamment sur l'huile de palme en mai.

Indonésie : balance commerciale



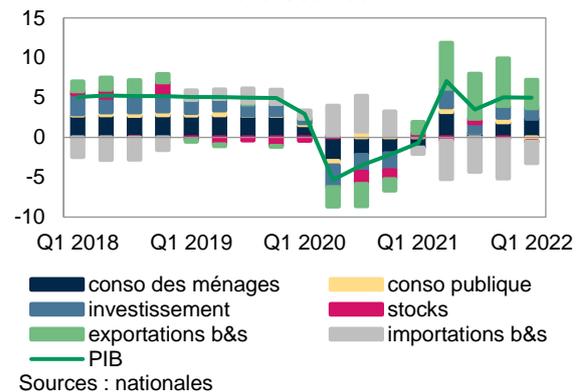
Source : BPS

Si bien que le solde commercial s'est progressivement consolidé tout au long de l'année, et frôlait en août les 50 Mds de dollars, un niveau historiquement élevé. Importatrice nette de pétrole, mais moins exposée et dépendante que d'autres pays de la zone, comme la Thaïlande, l'Inde ou les Philippines, les importations ont augmenté moins vite que les exportations sur les six derniers trimestres.

Deux conséquences :

1. Le commerce extérieur net a apporté une contribution significative à la croissance : 2,1 pp pour une croissance trimestrielle totale de 5,4% au deuxième trimestre, soit presque autant que la consommation privée (2,9 pp), moteur traditionnel de l'économie. Cette trajectoire devrait se maintenir puisque le consensus anticipe une croissance autour de 5% en 2022, au-dessus de la moyenne de l'Asie émergente (4,6%).
2. L'excédent commercial, qui s'accompagne d'un excédent courant, a permis de soutenir le cours de la roupie, qui, en comparaison des autres devises asiatiques, s'est bien maintenue face au dollar et ne s'est dépréciée que de 7% depuis janvier, contre 15% en moyenne dans le reste de la zone.

Indonésie : contribution à la croissance



Inflation modérée, déficit budgétaire sous contrôle, mais des doutes persistent

Le maintien de bons fondamentaux externes a aussi servi l'Indonésie sur le plan intérieur : certes, l'inflation a accéléré depuis le début de l'année, et atteignait 4,7% en août, mais son rythme de progression a été plus lent que dans d'autres pays émergents ce qui a laissé plus d'air à la banque centrale. Cette dernière a attendu août pour procéder à une première hausse de taux (+25pb), puis à une deuxième en septembre (+50pb, à 4,25%), un niveau aligné avec celui de la période pré-Covid.

Une accélération de l'inflation est cependant attendue dès septembre, le gouvernement ayant décidé de mettre fin à certaines subventions sur l'essence, déclenchant des mouvements de protestation un peu partout dans le pays. Ce dernier veut en effet profiter des recettes supplémentaires engendrés par la hausse des exportations et du

cours des matières premières pour revenir à un niveau de déficit sous les 3% du PIB, comme le prévoit la règle budgétaire inscrite dans la loi, à laquelle il avait dérogé en 2020 et 2021 en raison du Covid. L'objectif est également de se laisser plus de marges de manœuvre pour augmenter les dépenses si nécessaires en 2023, alors qu'un retournement des cours de certaines matières premières est anticipé.

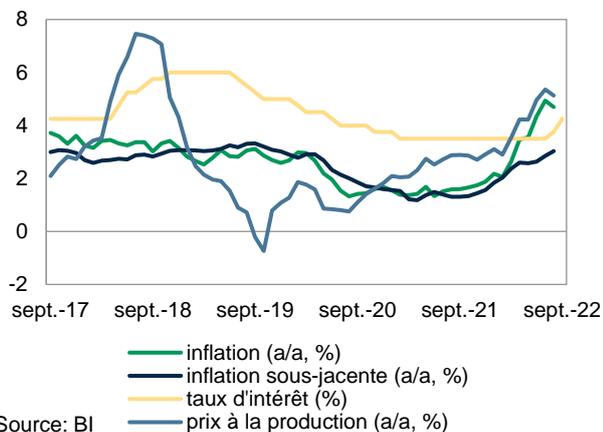
Les autorités comptent enfin sur les retombées de la loi Omnibus de 2020, qui a permis de simplifier la régulation relative aux investissements étrangers – qui ont effectivement progressé ces derniers mois, notamment dans le secteur manufacturier. Les autorités souhaitent ainsi profiter de leurs ressources naturelles pour attirer des industries consommatrices de métaux, par exemple pour la production de batteries, et ne pas être cantonnée dans la partie la plus basse des chaînes de valeur.

Si l'Indonésie bénéficie d'un regard attentif des marchés et des investisseurs à l'heure actuelle, de nombreuses questions restent toutefois en suspens.

La première concerne la capacité du pays à se financer : la cible de déficit sous les 3% du PIB n'est pas seulement un objectif de bonne gestion des finances publiques, elle est aussi un impératif pour s'assurer que l'État puisse mener à bien ses programmes obligatoires. Fin septembre, 70% des besoins de financement avaient été garantis. Mais les conditions continuent de se resserrer, en raison bien sûr des taux pratiqués par la Fed, qui modifient les arbitrages risques/rendements des investisseurs. Si l'Indonésie se finance en grande majorité avec des financements domestiques et en monnaie locale, 20% de sa dette est toujours émise en devises.

La deuxième concerne la banque centrale, coutumière des politiques non-conventionnelles, et dont les programmes de rachat de titres permettent de stabiliser les marchés à court terme, mais interrogent sur sa résilience. Durant le Covid, la banque centrale a ainsi racheté jusqu'à 50% des titres disponibles sur le marché obligataire. Alors que les flux de portefeuille se sont inversés ces derniers mois, avec des sorties de capitaux importantes, la banque centrale doit communiquer clairement ses intentions en termes d'interventions pour que les investisseurs puissent mieux ancrer leurs anticipations.

Inflation et taux d'intérêt



Notre opinion – L'Indonésie bénéficie d'une indéniable stabilité politique et économique dans une zone touchée à la fois par la hausse des prix de l'énergie et par le ralentissement chinois. Cette stabilité est bienvenue, car avec un PIB par habitant inférieur à 4 000 dollars, l'Indonésie demeure un pays à revenus intermédiaires bas, aux besoins en investissement colossaux. Détenant la présidence du G20 cette année, le sommet qui doit se tenir mi-novembre à Bali, et qui devrait marquer la première rencontre physique de Xi Jinping avec Joe Biden, depuis que ce dernier est président, placera l'Indonésie au centre du monde économique et géopolitique. Charge à son président Joko Widodo d'en tirer un profit maximal.

Moyen-Orient et Afrique du Nord

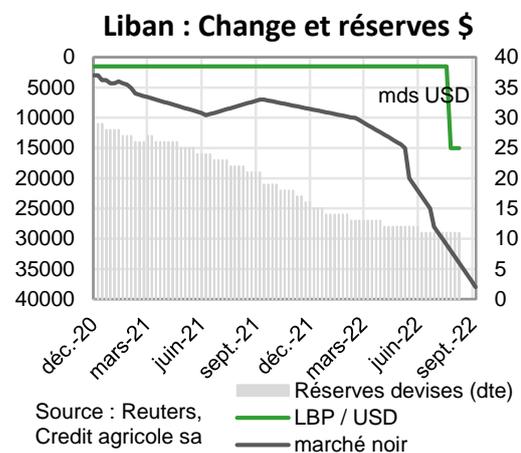
Liban : dévaluation de la livre enfin actée mais blocage politique persistant

Alors que le cours officiel de la livre s'établissait toujours à 1 500 pour un dollar américain depuis la crise à l'été 2019, tandis que le marché noir donne une parité de 38 000 (trente-huit mille) livres libanaises par USD, les pouvoirs publics viennent enfin, après trois années d'immobilisme, de se résoudre à acter, avec effet au premier octobre prochain, la dépréciation de la monnaie nationale. La nouvelle parité va s'établir à 15 000 livres par dollar, soit une dévaluation de 90%. Le cours de change fixe avait été adopté il y a vingt-cinq ans. Sous pression du FMI, le gouvernement fait donc un pas vers la suppression des cours de changes multiples en cours depuis trois ans. Malgré ce très fort ajustement, le cours officiel reste encore très éloigné du cours du marché (cf. graphique). Par ailleurs, le régime de change fixe au dollar reste inchangé, ce qui pourrait indisposer le FMI, plutôt partisan d'une certaine flexibilité monétaire, y compris pour les pays émergents.

Les conséquences macro-économiques d'une dévaluation d'une telle ampleur sont majeures pour le pays et sont encore à évaluer : le PIB va être fortement recalculé à la baisse en USD, la dette publique, à 44% en devises fortes, va fortement progresser en monnaie locale, et le système bancaire va devoir s'adapter à ce nouvel environnement, compte tenu de sa très forte dollarisation.

Ceci ne devrait toutefois pas faciliter l'accès des déposants à leurs actifs bancaires compte tenu de la baisse continue des réserves en devises de la banque centrale (11 Mds USD à fin juillet).

En revanche, malgré la décision prise en mars 2022 de mettre en place un contrôle des changes et des capitaux par le gouvernement du moment, le texte n'est jamais entré en application car il n'a pas été approuvé par le Parlement. Depuis cette date, les élections législatives du printemps dernier ont modifié l'équilibre des pouvoirs entre partis politiques. Trois ans après le déclenchement de la crise sociale et financière de l'été 2019, cette mesure, qui est essentielle à la protection des réserves en devises et à la maîtrise de la balance des paiements et du compte de capital, n'est donc toujours pas prise. Ce temps de latence extrêmement allongé est totalement inédit dans l'histoire des crises financières des pays émergents. L'absence de contrôle des capitaux illustre le degré de corruption très élevé du pays.



Notre opinion – Le blocage politique est toujours persistant en raison de l'éclatement politique au Parlement depuis les législatives de mai 2022. De plus, les tensions entre le Premier ministre par intérim Mikati et le président Aoun paralysent la formation d'un nouveau gouvernement.

Illustrant la profondeur de la paupérisation du pays et de sa population, la Banque mondiale a récemment déclassé le pays en « pays à revenu intermédiaire bas » la 3^e catégorie sur 4, la plus basse étant « pays à faible revenu ». L'institution évalue le PIB par habitant à 3 500 \$ alors qu'il était de plus de 10 000 \$ avant la crise.

Europe centrale et orientale, Asie centrale

Ukraine : entre offensive et contre-offensive, un pays plus que jamais en économie de guerre

L'Ukraine est sur tous les fronts à la fois. Le front militaire enregistre actuellement quelques victoires qui encouragent les troupes à poursuivre énergiquement les combats. La contre-offensive ukrainienne semble porter ses fruits avec des territoires repris aux mains des Russes et une certaine avancée sur les régions critiques. Néanmoins, la Russie n'a pas dit son dernier mot et l'armée ukrainienne est encore loin d'avoir atteint l'ensemble du territoire gagné par l'armée russe. Il reste donc beaucoup d'incertitude et une certaine prudence à avoir quant à l'issue de cette contre-offensive qui est certainement encore loin de signer l'arrêt de la guerre.

Cette guerre se poursuit également sur le plan économique, où tous les efforts sont dédiés prioritairement aux domaines lui étant très associés, dans un cadre de réduction drastique des revenus publics.

L'activité productive s'est réduite de plus d'un tiers et on s'attend à une baisse significative du PIB de l'ordre de 35% à 50%. La hausse des prix dépasse les 20%, les taux directeurs s'élèvent à 25%.

Des secteurs et des régions sont très impactés par les destructions de leur appareil productif, ou bien quasiment à l'arrêt comme la métallurgie. L'agriculture reste encore une des sources d'exportations bien que négativement impactée elle aussi. L'accord trouvé sur la possibilité d'exportations des grains *via* les ports ukrainiens de la mer Noire devrait un peu améliorer les volumes des exportations. La consommation des ménages s'est beaucoup contractée suite aux départs massifs mais surtout en raison du cadre économique du pays. Cette situation devrait perdurer tant que la guerre ne sera pas terminée, et tant que la reconstruction du pays ne soit bien avancée afin de relancer les capacités de production et d'acheminement des produits.

☑ Notre opinion – *Les défis immédiats de l'Ukraine ne sont pas seulement les projets de reconstruction estimés actuellement à 350 milliards de dollars, mais surtout de pouvoir survivre économiquement d'ici-là.*

L'Ukraine a déjà reçu une aide financière d'environ 17 milliards de dollars de ses partenaires mais malgré cela, le déficit budgétaire mensuel se situe autour de 5 milliards de dollars et il devrait s'établir autour de 3,5 Mds par mois en 2023. Une première « restructuration » de la dette sous forme de suspension temporaire des remboursements a été accordée par certains partenaires européens. Le FMI commencera ces travaux en octobre et le gouvernement espère un soutien significatif qui reste à confirmer. Le Premier ministre s'attend à une première tranche de 2,8 milliards de dollars dès cette année. Le soutien du FMI s'accompagne souvent d'aides des autres partenaires européens ce qui est très précieux dans ces moments difficiles pour le budget de l'État.

Afrique sub-saharienne

Maurice et Seychelles : vers la reprise de l'industrie touristique

La crise sanitaire de Covid-19 en 2020 a fracturé durablement les économies de la planète, certaines beaucoup plus que d'autres. Deux États d'Afrique se démarquent particulièrement dans leur trajectoire de croissance durant cette année de désarroi : l'île Maurice et l'archipel des Seychelles. En effet, les répercussions de la pandémie ont été brutales pour deux pays dont le tourisme est un véritable pilier de l'économie. Mais, cette période est presque oubliée et les économies tentent, à leur rythme, de se redresser.

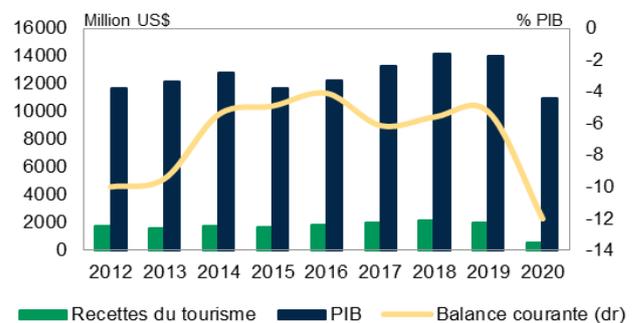
Depuis la réouverture de leurs frontières en mars 2021 pour les Seychelles et en octobre 2021 pour Maurice, l'industrie touristique voit enfin la lumière au bout du tunnel. Après une période de forte récession due à la pandémie, la reprise du tourisme se confirme en 2022. Ainsi, au premier semestre, Maurice a accueilli 376 556 touristes contre 3 225 à la même période en 2021. L'ensemble des îles des Seychelles ont quant à elles accueilli 156 287 visiteurs sur les six premiers mois de l'année, soit une hausse de +210% en g.a. et de +75% par rapport au premier semestre de 2020 (le nombre de visiteurs a chuté drastiquement à partir du second trimestre de l'année). Toutefois, la dynamique de l'activité touristique semble plus rapide pour les Seychelles dont le niveau de performance est proche de celui d'avant-crise (premier semestre 2019), soit 83,5%. Pour Maurice, le niveau est toujours en deçà de la performance pré-pandémique, le nombre de visiteurs n'a atteint que 42,4% de celui enregistré au premier semestre de 2019.

L'île Maurice forme, avec les Seychelles, deux des économies les plus dynamiques du continent africain. Jusqu'en 2019, les deux pays ont bénéficié de bonnes performances économiques. Bien que faibles, les taux de croissance ont été réguliers pour les deux : +3,7% pour Maurice et 4,7% pour les Seychelles, en moyenne, entre 2010 et 2019. Mais en 2020, la récession est inévitable et la croissance bascule en territoire négatif pour ces deux États insulaires.

Pour Maurice, la crise a plongé l'économie dans sa pire récession depuis son indépendance et la plus forte d'Afrique subsaharienne. Le PIB s'est ainsi contracté de -14,4%. Ce résultat catastrophique émane de la forte dépendance de Maurice au tourisme (environ 15% du PIB). À noter que l'île avait été remarquable dans sa gestion de la pandémie, n'enregistrant que 315 cas entre janvier et décembre 2020. Un protocole sanitaire strict avait permis de contrôler la propagation du virus à l'intérieur du pays (confinement et restrictions sur les voyages internationaux), mais celui-ci a été très coûteux. Bien que générale, la crise a touché particulièrement l'activité

touristique, avec une chute du -76,4% du nombre de visiteurs entre 2019 et 2020. Néanmoins, l'économie mauricienne a pu compter sur sa diversification pour se redresser et ainsi compenser, en partie, la perte des recettes touristiques. Ainsi, la croissance est redevenue positive en 2021 à +3,5%, portée par les bonnes performances des secteurs de la finance et de l'industrie (en particulier du textile). En revanche, la chute des recettes touristiques a entraîné une dégradation de la balance des services et, par conséquent, un fort déficit de la balance courante qui enregistrait son plus bas historique à -13,8% du PIB.

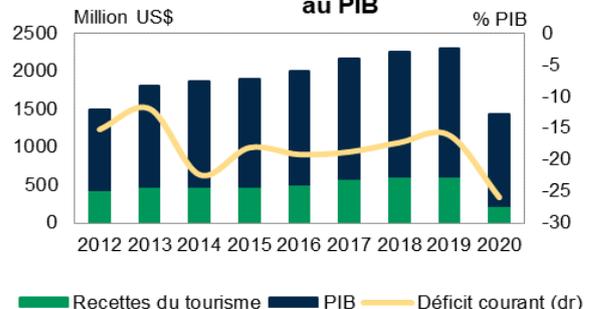
Maurice: contribution du tourisme au PIB



Source: EIU, WB, Crédit Agricole S.A.

L'archipel des Seychelles, à l'instar de son voisin, n'est pas sorti indemne de la crise. L'économie s'est repliée de -7,7% en 2020, son plus bas niveau depuis trente-huit ans. À la différence de l'économie mauricienne, celle des Seychelles est très peu diversifiée et repose essentiellement sur le tourisme, qui représente plus de 30% du PIB. Ainsi, la reprise économique a été plus modérée avec un taux de croissance de seulement +1,8% en 2021. Par ailleurs, la chute des recettes touristiques a pénalisé la balance courante qui enregistrait un déficit à -24,1% du PIB (en léger recul par rapport au -25,9% de 2020).

Seychelles: contribution du tourisme au PIB



Source: EIU, WB, Crédit Agricole S.A.

☑ **Notre opinion** – Avec la reprise du tourisme, les perspectives d'amélioration des principaux indicateurs économiques sur le court terme sont bonnes pour les deux pays. Ainsi, pour l'année 2022, le FMI prévoit une croissance de 6,1% pour Maurice et de 4,6% pour les Seychelles. De plus, les déficits courants devraient se résorber, sous l'effet d'une hausse des recettes touristiques et d'un retour des IDE.

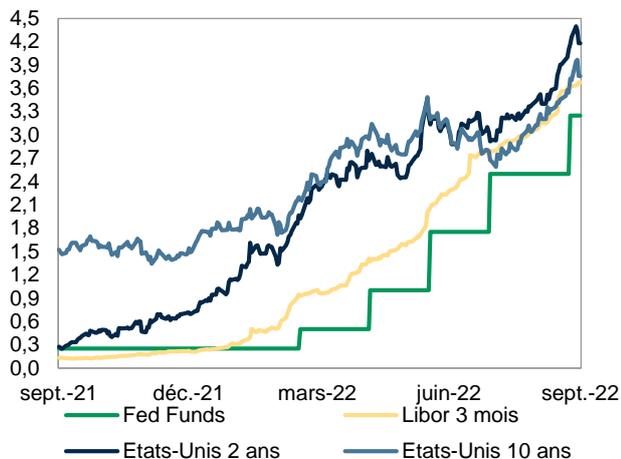
Néanmoins, tout n'est pas rose pour ces petites économies. Les finances publiques ne sont pas sous leurs meilleurs jours et les déficits budgétaires enregistrés n'ont fait qu'augmenter le ratio dette publique/PIB (de 28,9 pp à 92,1% pour Maurice et de 26,4 pp à 82,9% pour les Seychelles, entre 2019 et 2021). Pour les Seychelles, même si la réduction considérable de la dette publique observée entre 2008 et 2019 laisse augurer un meilleur avenir dans les prochaines années, il ne faut pour autant pas écarter le risque d'insolvabilité. Pour mémoire, la restructuration de la dette publique du pays en 2008 l'avait conduit, avec le soutien du FMI, à engager plusieurs réformes économiques lui ayant permis d'inscrire sa dette sur une trajectoire descendante.

Enfin, et comme partout dans le monde, la reprise économique rapide conjuguée aux effets indirects du conflit russo-ukrainien tire l'inflation à la hausse, en particulier à Maurice (8,8% en août 2022) du fait de la dépendance du pays à l'importation des produits alimentaires et d'énergie. Par ailleurs, les sanctions internationales prises à l'encontre de la Russie pourraient également affecter le secteur touristique notamment en raison de la hausse des prix du carburant qui tirerait vers le haut le prix des billets d'avion.

Tendances à suivre

Taux d'intérêt en dollar américain

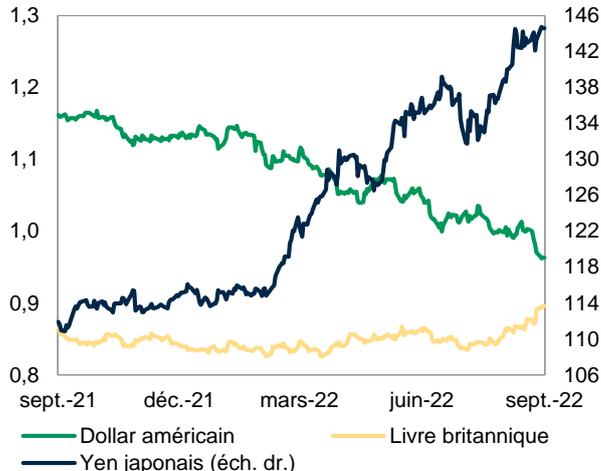
%, interbancaire (Londres) et souverains (Etats-Unis)



Source : Thomson Reuters

Taux de change des principales devises

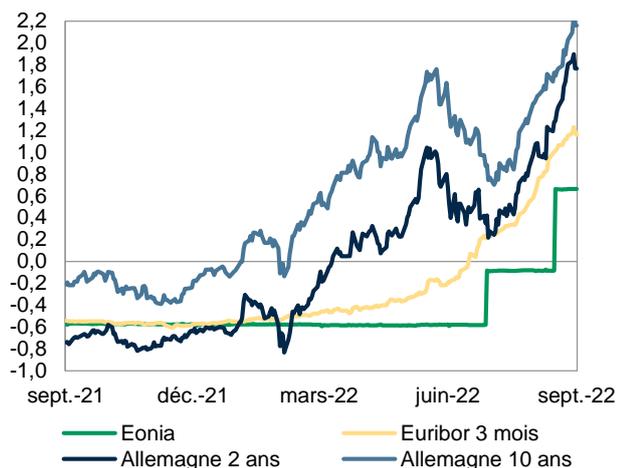
EUR/USD, EUR/GBP et USD/JPY



Source : Thomson Reuters

Taux d'intérêt en euro

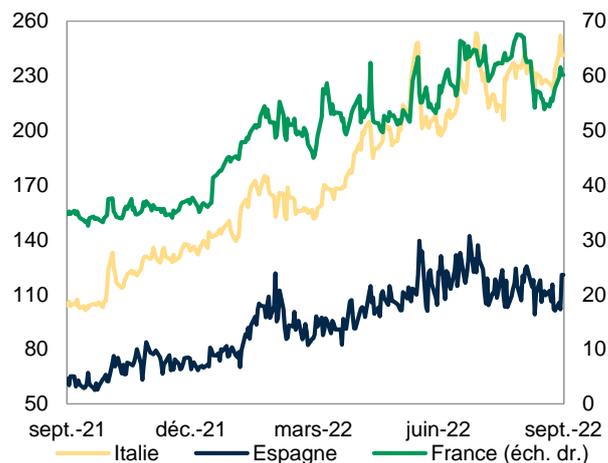
%, interbancaires (Londres) et souverains (Allemagne)



Source : Thomson Reuters

Spreads souverains européens avec le Bund

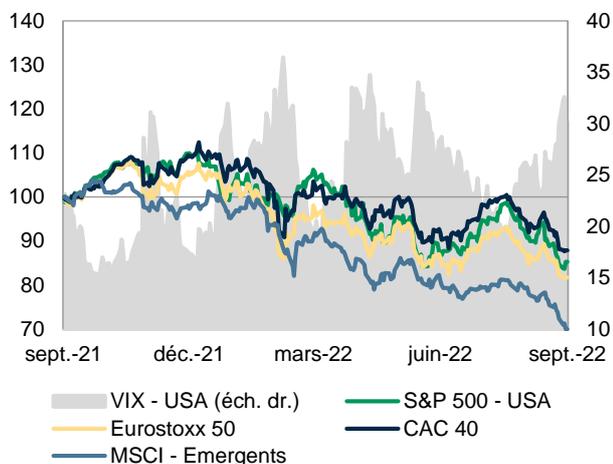
Pdb, dette en EUR à dix ans



Source : Thomson Reuters

Marché actions

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



Source : Thomson Reuters

Cours de l'once d'or

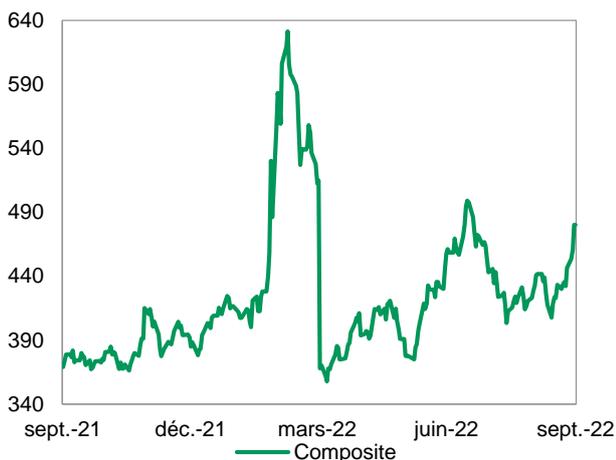
USD/Once troy (Londres)



Source : Thomson Reuters

Spreads souverains émergents avec le T-Bond

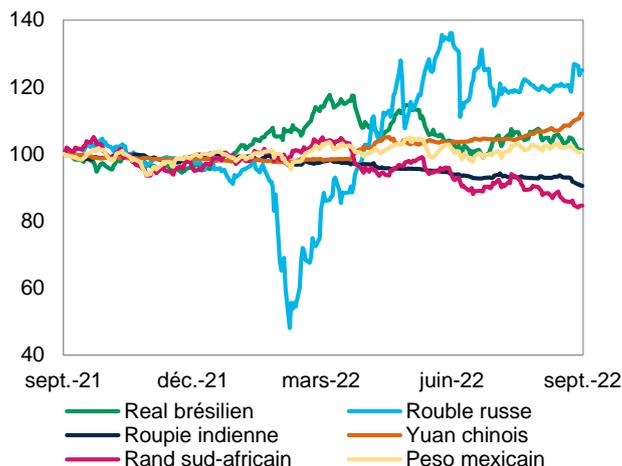
Indices EMBI+ (pdb, dette en USD de plus d'un an)



Source : JP Morgan

Devises émergentes

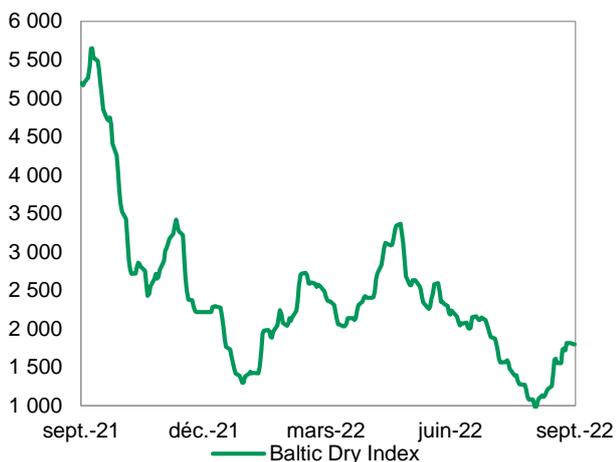
/USD (indice 100 = début de période)



Source : Thomson Reuters

Coût du transport maritime de vrac sec

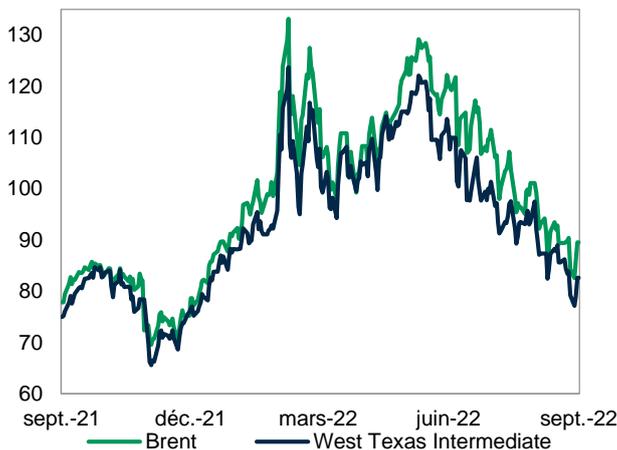
Baltic Dry Index (USD/point)



Source : Baltic Exchange

Cours du baril de pétrole brut en USD

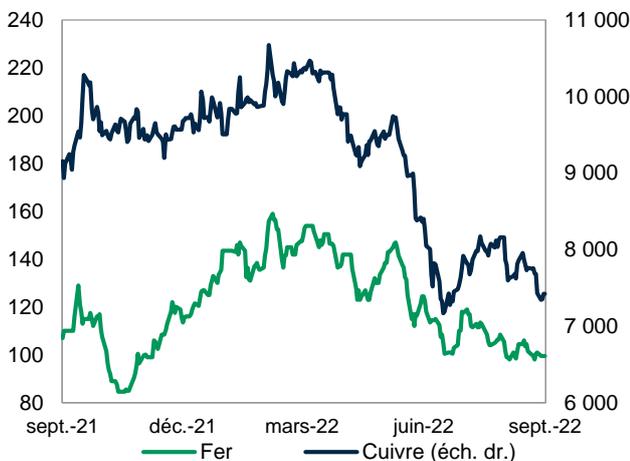
Brent (mer du Nord) et WTI (golfe du Mexique)



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 – Juillet 2022

[Entre le marteau et l'enclume](#)

Date	Titre	Thème
29/09/2022	Géopolitique – Le temps des choix, l'heure des choix	Géopolitique
27/09/2022	Angola – L'économie reprend son souffle sous le redressement du marché des hydrocarbures	Afrique et Moyen-Orient
26/09/2022	France – Face au choc d'inflation, des mesures pour protéger le pouvoir d'achat	France
26/09/2022	Colombie – Combiner priorités sociales fortes et souci de préservation d'une réputation de sérieux...	Colombie
26/09/2022	Zone euro – Les enquêtes d'activité confirment un recul de la croissance au T3	Zone euro
23/09/2022	Monde – L'actualité de la semaine	Monde
22/09/2022	Mexique – Budget 2022 : scénario optimiste	Mexique
22/09/2022	L'erreur des banques centrales face à l'inflation : des critiques faciles, à nuancer	Monde
22/09/2022	Inde – Résister face aux vents contraires	Inde
21/09/2022	Espagne – Les effet du plafonnement des prix du gaz	Espagne
20/09/2022	Royaume-Uni - Regard sur la conjoncture de la semaine écoulée	Royaume-Uni
19/09/2022	Europe – Les 27 un peu plus unis sur l'énergie	Europe

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 : Ayathassen BENSALD

Documentation : Dominique PETIT, Elisabeth SERREAU

Statistiques : Alexis MAYER, Youyiming WANG

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.