

Perspectives

Hebdomadaire – N°22/294 – 7 octobre 2022

MONDE – L'actualité de la semaine

☞ Les espoirs (certainement vains...) d'un moindre resserrement monétaire	2
☞ France : rebond de la production industrielle en août.....	3
☞ Zone euro : baisse du taux d'épargne et légère dégradation des marges au T2 2022.....	3
☞ Allemagne : la production des branches à haute intensité énergétique davantage touchée !	4
☞ Pays émergents : tendances mensuelles	6
☞ Asie : le resserrement monétaire se poursuit	7
☞ Brésil : le premier tour des élections présidentielles (ou Noël avant l'heure).....	9
☞ Maroc : les difficultés conjoncturelles s'accroissent, mais possible redressement en 2023.....	11
☞ Afrique subsaharienne : des politiques monétaires restrictives pour lutter contre l'inflation	12

 Les espoirs (certainement vains...) d'un moindre resserrement monétaire

Les banques centrales vont-elles être contraintes de ralentir le rythme du resserrement monétaire face au ralentissement économique ? C'est ce que semblent espérer les investisseurs après la publication de données macro-économiques indiquant une décélération de l'activité aux États-Unis et après l'annonce par la *Bank of England* (BoE) d'un programme temporaire d'achat d'actifs.

Après une contraction du PIB au deuxième trimestre, le marché du travail semble être moins dynamique outre-Atlantique. À 10 millions au mois de septembre, le nombre de nouvelles offres d'emploi reste élevé mais est en baisse ; signalant qu'après des mois de surchauffe et de tensions sur les salaires, le marché du travail pourrait commencer à se tasser, elles ont donc déçu.

En ce qui concerne les matières premières, l'Opec+ a annoncé dans le courant de la semaine réduire de 2 millions de barils par jour sa production de pétrole, afin d'endiguer la baisse des prix entamée cet été et en anticipation du ralentissement prévu de l'activité économique mondiale. En réponse, les États-Unis ont annoncé libérer 10 millions de barils supplémentaires issus de leurs réserves stratégiques, mais cette annonce n'a pas permis d'éviter la remontée du prix du baril de Brent qui progresse de près de 8% sur une semaine à 94 dollars.

Malgré la hausse du prix du pétrole, les signaux de ralentissement de l'activité, couplés à la stabilisation du marché obligataire au Royaume-Uni, ont contribué à la stabilisation des taux obligataires et au rebond des marchés actions cette semaine.

Le S&P 500 était en hausse de 4,4% sur une semaine jeudi soir et en Europe, le CAC40 gagnait 3,2% tout comme l'Eurostoxx50 (+3,4%). Ainsi, même si les fondamentaux économiques se

dégradent et viennent peser sur les actifs risqués, les investisseurs espèrent que le ralentissement de l'économie et du marché du travail incite les banques centrales à mener une politique monétaire moins restrictive en ralentissant, notamment, le rythme des hausses de taux d'intérêt au cours des prochains mois.

Ces espoirs sont également observables sur les marchés obligataires où les taux d'intérêt des obligations souveraines se stabilisent dans la plupart des grandes économies. Au Royaume-Uni, après la tempête provoquée par l'annonce du plan de soutien du gouvernement de Liz Truss, la BoE a d'ailleurs été forcée d'annoncer des achats temporaires de Gilt à dix ans. Le rendement du Gilt à dix ans a crû de 4 points de base (pdb) à 4,18% cette semaine tout en restant bien inférieur à son pic de 4,5% de la semaine dernière. En zone euro, les taux obligataires sont restés relativement stables ; le rendement du Bund se redresse de seulement 2 points de base à 2,1% et l'OAT à dix ans perd 4 pdb à 2,6%. Les écarts de taux avec les pays de la périphérie et, en particulier, l'Italie sont néanmoins restés assez élevés, à plus de 240 pdb.

Sur le marché des changes, la plupart des devises sont restées relativement stables face au dollar. La livre sterling s'est appréciée de 0,5% face à l'euro.

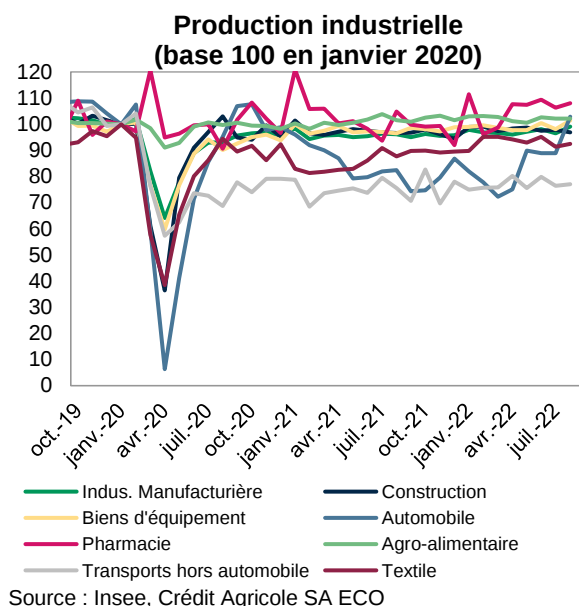
Les espoirs d'un moindre resserrement monétaire risquent cependant d'être déçus. Aux États-Unis, la Fed semble se concentrer sur son mandat de stabilité des prix en mettant de côté son objectif de plein emploi, tandis qu'en Europe, la BCE devrait poursuivre ses hausses de taux, quitte à risquer une récession modérée en fin d'année et en début d'année prochaine dans la zone. Le ralentissement du resserrement monétaire attendra probablement 2023 (pour en savoir plus, retrouvez [notre scénario](#) paru cette semaine).

Zone euro

France : rebond de la production industrielle en août

La production industrielle se redresse nettement en août, progressant de 2,4% après une baisse au mois de juillet. C'est en premier lieu la production de matériels de transport et notamment le secteur automobile qui provoque ce rebond. La production automobile augmente de 15,6% sur un mois et dépasse même provisoirement son niveau d'avant la crise du Covid pour la première fois depuis l'automne 2020 et les premières pénuries de semi-conducteurs. C'est désormais la branche « autres matériels de transport », c'est-à-dire principalement le secteur aéronautique qui est à la traîne par rapport aux niveaux d'avant-crise. Cette industrie étant très lourde, l'activité redémarre lentement, mais la reprise pourrait s'accélérer en 2023.

L'activité progresse également dans la plupart des autres branches industrielles comme la cokéfaction-raffinage ou la fabrication de biens d'équipement.



✓ Notre opinion – *S'il est encore trop tôt pour affirmer que la reprise de la production automobile sera durable, les contraintes d'approvisionnement en biens intermédiaires (notamment en semi-conducteurs) semblent fléchir depuis quelques mois. Néanmoins, alors que la demande adressée au secteur a été forte depuis la sortie de crise sanitaire et que l'activité était limitée par des contraintes d'offre, la tendance pourrait s'inverser. La production peut repartir, mais l'inflation et l'incertitude pesant sur le pouvoir d'achat pourraient peser sur la consommation des ménages dans les prochains mois et les inciter à la prudence avant d'engager des achats importants, selon les dernières enquêtes de confiance auprès des ménages.*

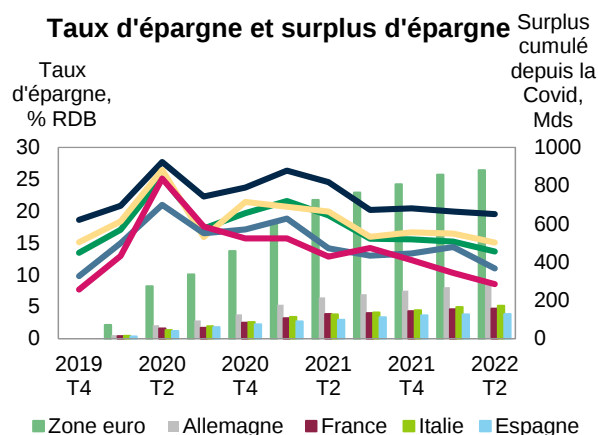
Dans la plupart des autres secteurs industriels, la hausse de l'activité est également une bonne nouvelle. Toutefois, les prix élevés de l'énergie poussent certaines industries très énergivores à suspendre leur activité, c'est notamment le cas dans les secteurs de la verrerie ou dans certaines fonderies d'aluminium. Pendant l'hiver, ces arrêts de production contraints par la hausse des coûts seront à surveiller, même si nous ne prévoyons pas à l'heure actuelle de rationnement contraint en énergie pour l'industrie en France. Et dans de nombreux secteurs, la rentabilité sera détériorée par des coûts non salariaux croissants, une offre plus limitée d'énergie, la hausse des taux d'intérêt et une capacité limitée de fixation des prix.

Zone euro : baisse du taux d'épargne et légère dégradation des marges au T2 2022

La plus faible croissance du revenu disponible brut des ménages au deuxième trimestre 2022 n'a pas été suffisante pour alimenter l'accélération de leurs dépenses de consommation. Le revenu disponible réel a même commencé à reculer. La masse salariale a continué de soutenir la progression du revenu disponible. La modeste accélération des salaires a compensé la perte de dynamisme de l'emploi et des heures travaillées, qui affichent néanmoins encore des évolutions positives. Les ménages ont dû donc réduire leur taux d'épargne. Celui-ci reste encore de peu supérieur au niveau d'avant la pandémie, permettant ainsi de ne pas éroder le surplus d'épargne cumulé depuis. Ce

ralentissement du revenu est allé de pair avec celui de l'investissement en logements des ménages, stabilisant ainsi leur taux d'investissement, sans pour autant empêcher la dégradation de leur capacité de financement. Cela s'est traduit par une baisse de l'investissement en actifs liquides et en actions. La baisse de la richesse financière n'a pas été compensée par la hausse de la richesse non financière, notamment immobilière. La remontée de l'endettement (mais avec un taux d'endettement néanmoins en baisse), portée par une croissance toujours soutenue du crédit a aussi contribué à dégrader le patrimoine net des ménages.

La progression plus forte des rémunérations versées par les sociétés non financières que celle de la valeur ajoutée produite a induit une légère dégradation du taux de marge. L'investissement a progressé au rythme de la valeur ajoutée stabilisant ainsi le taux d'investissement. La baisse de la rentabilité pèse sur la capacité de financement des entreprises et dégrade leur taux d'épargne financière. Cela ne s'est pas traduit par une baisse de l'investissement financier, mais plutôt par une hausse de l'endettement à la fois de marché et par le crédit. Cette progression a été moins rapide que celle de l'activité, garantissant la poursuite de la baisse du taux d'endettement (en pourcentage de la valeur ajoutée).



Sources : Eurostat, Crédit Agricole S.A.

Notre opinion – Le moindre dynamisme de l'emploi et la remontée des prix mettent fin à l'accumulation d'épargne excédentaire de la part des ménages. Le maintien de la consommation va demander maintenant de puiser dans ce surplus, face à l'érosion du pouvoir d'achat de leur revenu. Les entreprises devront faire face à une dégradation de la productivité, qui produira une remontée des coûts salariaux unitaires s'ajoutant à la remontée des coûts non-salariaux. La dynamique de l'investissement a perdu de son élan et risque de s'affaiblir davantage. La capacité de financement se détériore, mais reste plus soutenue dans le cas des ménages. C'est bien là le résultat du puissant choc de compétitivité qui frappe la zone euro, avec la dégradation des termes de l'échange qui va se traduire par une dégradation plus poussée de l'épargne financière et de la richesse nette du secteur privé.

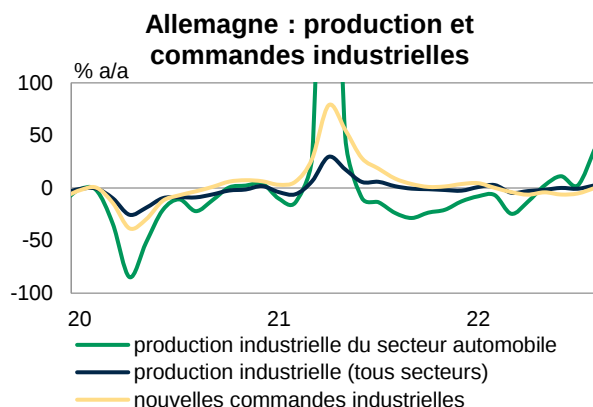
Allemagne : la production des branches à haute intensité énergétique davantage touchée !

La production industrielle hors énergie et construction a reculé de 0,1% sur un mois en août, après -0,6% en juillet. Cette chute d'activité s'explique par une baisse de la production de biens intermédiaires (-2,4% sur le mois), tandis que les productions en biens de consommation (+1,8%) et en biens d'investissement (+1,2%) ont à l'inverse soutenu la production globale. En dehors de l'industrie, la production dans la construction s'est repliée de 2,1% et la production d'énergie de 6,1%. L'ensemble du secteur industriel allemand a globalement été affecté par des problèmes de transport de marchandises par voie fluviale en raison du bas niveau des eaux du Rhin sur la période concernée.

De même, les problèmes d'approvisionnement en produits intermédiaires ont continué de peser sur la capacité des entreprises à finaliser leurs commandes. L'enquête Ifo du mois d'août souligne encore un grand nombre d'entreprises (62% de celles interrogées) déclarant subir des goulets d'étranglement nuisant à leur activité. En parallèle, les commandes industrielles ont chuté de 2,4% sur un mois en août, tirées à la baisse par la demande domestique (-3,4%) et intra-zone euro (-3,8%). Le stock d'arriérés de commandes persiste depuis la crise sanitaire et demeure encore aujourd'hui élevé. Les nouvelles commandes de véhicules automobiles, de machines et équipements, produits informatiques et électroniques se sont sensiblement redressées durant le mois. À l'inverse, les

commandes de produits chimiques et de papiers chutent nettement.

Par ailleurs, l'inflation énergétique nuit plus durement aux secteurs les plus énergivores que sont l'industrie chimique, la métallurgie, le raffinage, la verrerie et l'industrie papetière. La production industrielle dans ces branches à plus forte intensité énergétique a chuté de 2,1% sur un mois en août, soit un repli plus important que dans l'ensemble de l'industrie. Depuis février 2022, la chute de la production industrielle dans les industries énergivores est de 8,6%, tandis que dans l'ensemble de l'industrie le recul n'atteint que 2,1%, soit une baisse quatre fois plus importante.



Sources : Destatis, Crédit Agricole S.A.

☑ **Notre opinion** – *La production industrielle allemande n'accuse qu'un faible repli au mois d'août, mais les tensions sur l'approvisionnement demeurent et surtout la hausse de la facture énergétique inflige des dégâts de plus en plus importants dans les branches à haute intensité énergétique. Ces dernières doivent ralentir ou arrêter partiellement des chaînes de production pour tenter de conserver leur rentabilité.*

À ce stade, l'acquis de croissance laissé sur le T3 reste néanmoins positif (+0,4%). Mais les perspectives durant la période hivernale s'annoncent clairement davantage orientées à la baisse avec une inflation énergétique nettement plus forte jusqu'à la fin de l'année, ce qui aura pour conséquence de freiner davantage la demande domestique et pénalisera la production industrielle et la croissance.

Pays émergents

Pays émergents : tendances mensuelles

Les arbitrages de politique économique deviennent compliqués pour des pays pris entre des contraintes extérieures pesantes, et moins de marge de manœuvre fiscale et sociale. Ces contraintes sont dangereuses (resserrement des taux américains, prix alimentaires et de l'énergie, croissance mondiale en berne, Chine en ralentissement, etc.) pour des pays émergents sensibles à la volatilité, à l'incertitude, et au *flight to quality* des investisseurs. Mais elles sont aussi un facteur de différenciation. Ainsi, la normalisation du prix des métaux n'apporte plus à l'Amérique latine d'avantages en termes de l'échange. En Asie, l'orientation baissière du cycle électronique pèse sur les exportations. Au contraire, le prix du charbon soutient le budget sud-africain ou les exportations colombiennes. Quant au pétrole, les gagnants et les perdants des prix, que l'OPEP+ veut décidément garder au-dessus de 100 dollars le baril, restent les mêmes. Les pays du Golfe en tête pour les gagnants, avec une dette d'Oman, qui pourrait passer, selon le FMI, de 62,9% du PIB l'an dernier à 44% cette année ; ou une Arabie saoudite qui caracole dans les taux de croissance les plus élevés du G20. Mais les agences de notation sont claires : l'effet *rating* dans la zone joue vite et favorablement pour les moins bons des pays, mais lentement pour les meilleurs, tant que les liquidités ne sont pas « transformées » en réformes structurelles. À l'inverse, la Pologne, le Chili ou la plupart des pays asiatiques – sauf la Malaisie – sont importateurs nets de pétrole. Mais les balances commerciales vont aussi bénéficier des services, du tourisme (60% des niveaux pré-pandémie selon l'UNWTO) ou des revenus des travailleurs étrangers en hausse partout (qui rapportent plus de devises que le tourisme en Égypte, en Tunisie, au Maroc, et qui soutiennent l'activité au Mexique).

Les changes restent fragiles, l'inflation élevée, et les banques centrales sur la défensive. Les monnaies les plus attaquées sont celles des pays à politique monétaire hétérodoxe (c'est peu dire) comme la Turquie (inflation à 83% et taux à 12%) et l'Argentine. Viennent ensuite les plus proches de la guerre comme la Pologne (une inflation à 17,5%) ou l'Estonie (24%). En Asie, le won coréen décroche le plus, en raison notamment d'arbitrages de portefeuille, tandis que la roupie indonésienne résiste, en raison d'équilibres commerciaux favorables (exportations, notamment, de gaz et charbon). Sur le front de l'inflation, peu de pays, comme le Brésil ou le Pérou, ont touché le point haut, et en Europe de l'Est, on note même l'augmentation de l'inflation sous-jacente, qui augure d'un niveau de prix

durablement plus élevés. Partout, le resserrement se poursuit donc, y compris au Maroc qui n'avait pas augmenté ses taux depuis quatorze ans. Mais souvent, les taux d'intérêt réels restent négatifs, comme au Nigéria, avec une inflation à 20% et des taux à 15,5%. En Asie, le niveau moyen des taux est maintenant supérieur à ce qu'il était avant le Covid, et l'inflation demeure hétérogène entre la Grande Chine (Chine + HK + Taïwan) – inférieure à 3% en raison notamment d'une demande toujours faible – et le reste de l'Asie, autour de 6%. Les banques centrales restent donc actives partout – qui cherchent à défendre leur crédibilité, à éviter des sorties de capitaux, à ancrer les anticipations (c'est le cas, globalement), et à limiter l'inflation par le change. Beaucoup interviennent et les réserves baissent, comme en Inde par exemple, mais leur niveau était élevé, ce qui limite les effets de contagion et donc le risque d'une grande crise systémique de liquidité des pays émergents. En revanche, l'élargissement des marchés de dette domestique depuis quelques années n'est pas sans risque dans la situation actuelle : il a renforcé le lien financier entre les États et les secteurs bancaires, qui financent des déficits publics aggravés à la fois par le Covid et par la multiplication actuelle d'aides directes à la population, destinées à compenser la hausse des prix de l'énergie et de l'alimentation.

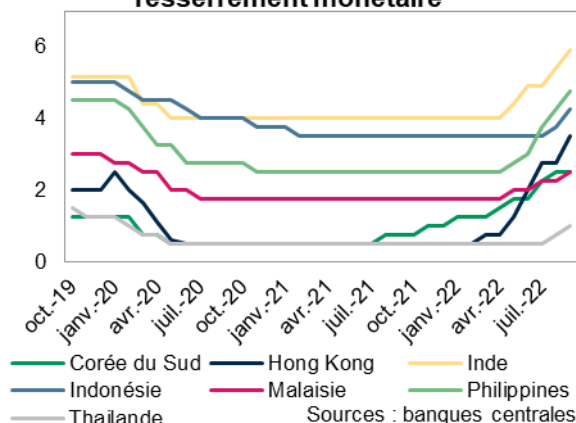
Au final, les pays *investment grade* s'en sortent mieux que les *speculative investors*, mais partout les tensions sociales affleurent autour du prix de l'essence et des prix alimentaires. En Tunisie, cela bloque les négociations avec le FMI. Beaucoup de pays sont fragiles sur leurs échéances de dette comme, bien sûr, le Sri Lanka et le Pakistan mais aussi la Tunisie, le Ghana, la Jordanie, la Mongolie, le Salvador, la Turquie, le Kenya ou l'Égypte. Cette dernière bénéficie de l'aide des pays du Golfe, mais les négociations avec le FMI sont laborieuses et la situation sociale tendue. L'économie parallèle à plus de 50% du PIB reste un soutien essentiel de la population. En Afrique du Sud, les taux d'emploi baissent au profit de l'informalité, et les coupures d'énergie sont un problème majeur. Quant à l'Afrique sub-saharienne, la hausse du prix des denrées de base, incompressibles dans le panier alimentaire, est de 23,9%. Le FMI a donc listé seize pays confrontés en même temps à une insécurité alimentaire et à un problème de dette (18% de la dette publique de ces pays seraient détenus par la Chine, et on va donc pouvoir observer la façon dont Pékin viendra en aide à ses débiteurs). Au total, trente-cinq pays seraient en crise alimentaire.

Asie

Asie : le resserrement monétaire se poursuit

Sous pression des taux américains, les banques centrales asiatiques se résolvent à resserrer progressivement leur politique monétaire, malgré des trajectoires d'inflation qui demeurent en moyenne plus contenues que dans le reste du monde. Partout sauf en Chine. Le niveau des taux est maintenant supérieur à celui qui prévalait avant le Covid et sa grande phase d'assouplissement monétaire.

Asie : poursuite du resserrement monétaire



Les économies de la zone ne sont cependant pas toutes égales face à la pression du resserrement monétaire sur leur économie.

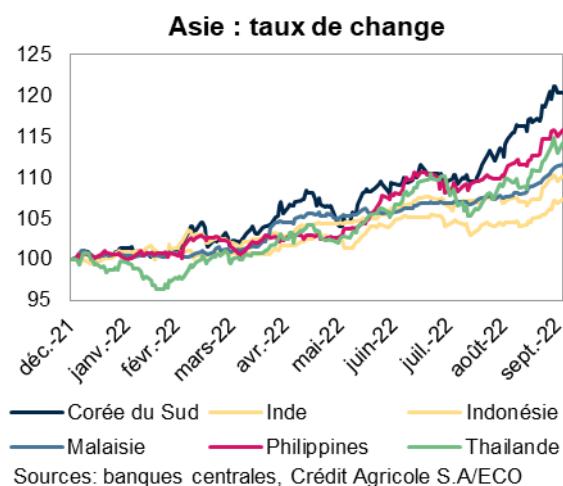
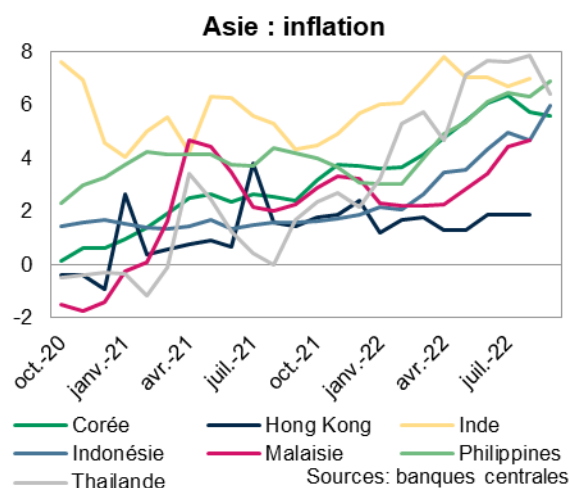
La plus affectée est sans doute Hong Kong, qui, en raison de son régime monétaire de peg arrimé au dollar américain, voit son taux directeur augmenter mécaniquement pour suivre les mouvements de la Fed, alors même que son inflation demeure contenue sous les 2%. Alors que les autorités viennent enfin d'amorcer la réouverture des frontières pour les non-résidents, l'économie hongkongaise porte encore les séquelles de la politique sanitaire menée depuis presque trois ans. La croissance est au mieux attendue autour de 0% en 2022, alors que l'exécutif fait tout pour éviter une troisième année sur quatre (2019, 2020, 2022 ?) de récession.

Au milieu du spectre se trouvent certaines économies de l'Asean (Indonésie, Malaisie,

Philippines) ainsi que l'Inde. Dans ces pays, l'inflation n'a pas encore atteint son pic, mais les banques centrales disposaient de larges marges de manœuvre (Indonésie ou Malaisie) ou d'une certaine expérience dans la gestion de taux d'inflation autour de 6-7% (Inde et Philippines). Ces quatre économies sont aussi celles dans lesquelles la croissance 2022 devrait rester la plus dynamique (autour de 5% pour l'Indonésie, 6,5% pour la Malaisie et les Philippines, supérieure à 7% pour l'Inde) et donc dans lesquelles l'arbitrage taux-inflation-croissance est un peu moins douloureux que pour les économies en pleine phase de ralentissement.

Enfin, la courbe de l'inflation semble entamer une inversion en Corée et en Thaïlande. Ces deux pays présentent des profils très distincts. D'un côté, la Corée du Sud a mené une politique monétaire extrêmement orthodoxe, relevant ses taux à un niveau qu'elle n'avait plus connu depuis 2014. Il faut dire que, en tant que pays importateur net d'énergie, la hausse des prix y a été extrêmement rapide. Le pays a également enregistré de fortes pressions sur son taux de change, puisque le won s'est déprécié de près de 20% face au dollar depuis le début de l'année. Pour la BoK, l'enjeu était donc de vite maîtriser la hausse des prix, afin de limiter l'impact de l'inflation importée et surtout d'éviter que la hausse des composantes volatiles (énergie) ne gagne les composantes sous-jacentes.

Côté Thaïlande, l'inflation est aussi arrivée par les prix des importations. Toujours pénalisée par le net ralentissement des flux touristiques, l'activité demeure peu dynamique, avec une croissance attendue autour de 3% cette année (après 1,6% en 2021), toujours insuffisante pour revenir au niveau d'avant-crise. Avec une inflation n'ayant pour l'instant pas atteint la partie sous-jacente de la courbe, et restant très liée à des dynamiques d'offre, la Banque centrale a maintenu un niveau de taux directeur très bas, autour de 1%. Le baht s'est également déprécié d'environ 15% face au dollar depuis le début de l'année, une performance restant toutefois dans la moyenne de celle des autres économies asiatiques.



☑ **Notre opinion** – Bien qu'importatrice nette d'énergie, la zone Asie demeure encore relativement protégée de l'accélération de l'inflation. Bien sûr, les économies les plus fragiles (Laos, Sri Lanka, Pakistan), peu exportatrices, très endettées en devises et présentant des soldes courants déficitaires, présentent des trajectoires d'inflation comparables à celles des pays d'Europe de l'Est (15-25%). Mais le reste de l'Asie bénéficie encore d'excédents courants et de la présence de la Chine voisine où, en l'absence de reprise de la consommation, la hausse des prix ne dépasse pas les 3%. Une chance pour les banques centrales de la zone, qui leur octroie un peu plus de répit dans le resserrement monétaire, même si les derniers mois ont été marqués par plusieurs hausses de taux.

Amérique latine

Brésil : le premier tour des élections présidentielles (ou Noël avant l'heure)

Le 2 octobre, se tenait le premier tour de l'élection présidentielle (mandat de quatre ans renouvelable une fois). Alors que les sondages donnaient à l'ancien président Lula une avance confortable (la possibilité d'une élection dès le premier tour ayant même été envisagée), l'écart s'est révélé plus réduit. Lula et Bolsonaro recueillent, respectivement, 48,4% et 43,2% des suffrages : **plus que le recul de Lula, c'est le bon score de Bolsonaro qui a surpris**. Si Lula reste en position favorable pour remporter l'élection (le second tour se tiendra le 30 octobre), le bon score de l'actuel président augure d'une passation de pouvoir probablement tendue, voire violente.

Les thèmes de campagne sur lesquels s'exprime une opposition radicale entre les deux prétendants relèvent largement de questions sociétales et environnementales décisives. Les sujets économiques n'ont pas fait l'objet de programmes amplement détaillés. Aucune ligne de fracture radicale telle que celles censées opposer un programme dit de « gauche » à une ligne libérale ne semble néanmoins apparaître : **des différences, importantes certes, mais pas de changement de cap à 180°**. Les candidats n'ignorent pas les contraintes avec lesquelles ils vont devoir composer à commencer par un environnement international défavorable, une croissance qui ralentit, un assouplissement monétaire loin d'être imminent, une contrainte budgétaire forte, une progression moins favorable des termes de l'échange, la nécessité pour Lula de composer avec une assemblée et un sénat largement dominés par la droite et le centre-droit. **Restaurer des finances publiques dégradées est une priorité : ils devraient s'y atteler en empruntant des voies légèrement différentes. Les chemins à emprunter ne sont néanmoins pas nombreux**. Si les deux candidats militent tous deux pour une simplification du système fiscal, ils se distinguent sur la règle à substituer à celle du plafond des dépenses (dont la croissance était théoriquement limitée par le taux d'inflation observé l'année précédant le budget) et les privatisations (dont la poursuite de celle de Petrobras à laquelle Lula est opposé).

Le score étonnamment favorable de Bolsonaro peut être partiellement attribué aux récents résultats économiques : plutôt satisfaisants en termes de croissance, mauvais en termes d'inflation,

mais atténuation du choc inflationniste grâce aux dépenses sociales.

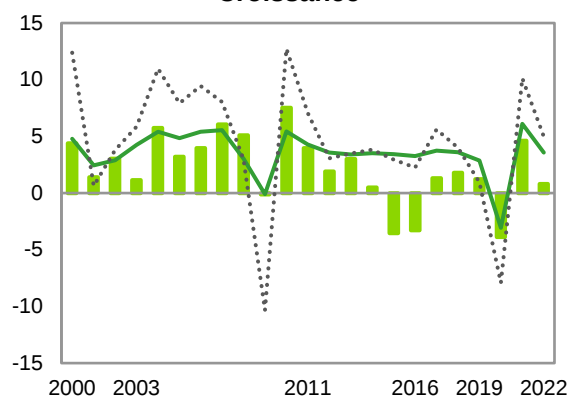
Alors que la priorité sociale n'était pas le point d'orgue de son programme, le gouvernement de Bolsonaro a finalement découvert certaines vertus des aides sociales : après une gestion assez calamiteuse de la pandémie, le volet dépenses sociales du budget a été amplement sollicité et la reprise s'est révélée soutenue, tout comme l'inflation. Le gouvernement a annoncé la poursuite de l'*Auxílio Emergencial* jusqu'à la fin de 2022. Bénéficiant à 66 millions de personnes (en plus du programme *Bolsa Família*), ce programme *ad hoc* a permis d'atténuer le choc de la pandémie et d'endiguer la montée de la pauvreté. Mais ce programme, par définition non permanent, a un coût très élevé. Et, en dépit des aides, l'insécurité alimentaire progresse : 15% (28%) de la population souffriraient d'insécurité alimentaire sévère (modérée). Ces résultats inquiétants ont été démentis par Paulo Guedes qui nie également les estimations du coût du programme *Auxílio Emergencial*. Par ailleurs, après le premier tour, le gouvernement a annoncé que 500 000 familles supplémentaires recevraient la prestation sociale *Auxílio Brasil* d'ici la fin du mois d'octobre....

Si les programmes sociaux permettent de réduire la pauvreté (notamment l'extrême pauvreté), **le meilleur outil de progression sociale reste la croissance, l'intégration pérenne sur le marché du travail et, donc, l'éducation**. À cet égard, bien que le chômage ait récemment diminué, l'amélioration du marché du travail cache une informalité croissante (près de 40% de la population active) et un sous-emploi grandissant. Enfin, sous la présidence de Lula, si les bons résultats obtenus en termes de croissance, d'emploi, de diminution des inégalités ont été favorisés par une politique sociale plus active, ils ont aussi été largement permis par un environnement international très favorable marqué par le dynamisme du commerce mondial et le « boom des matières premières ». Cette forte croissance cachait des déséquilibres (notamment externes) qui ne se sont révélés qu'après le retournement des termes de l'échange. Les graphiques qui suivent illustrent les grandes tendances économiques depuis 2000.

Brésil – Quelques grandes tendances économiques depuis 2000¹

a/a, vol. %

Croissance

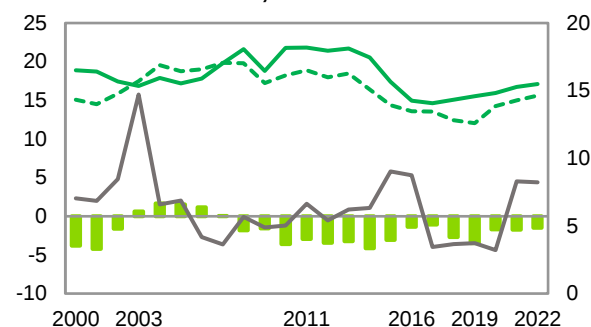


■ Brésil — Monde Commerce mondial

% du PIB

Inflation, solde courant

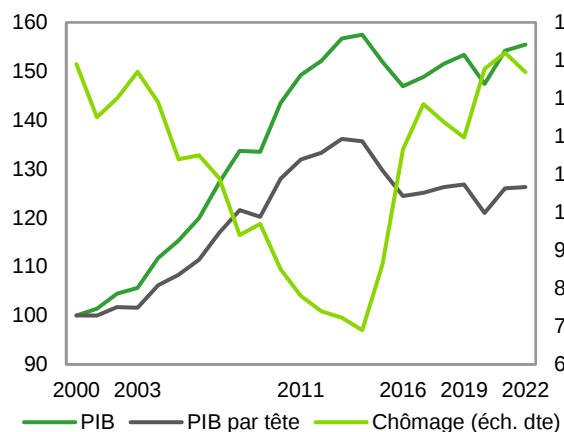
a/a %


■ Solde courant
— Taux d'inv.
- - - Taux d'épargne
— Inflation (moy. Éch. dte)

Vol. Base
100 = 2000

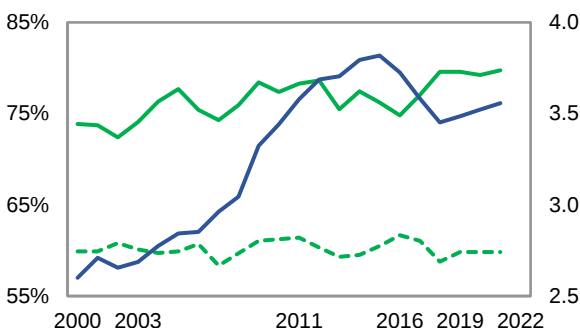
Croissance et chômage

% pop°



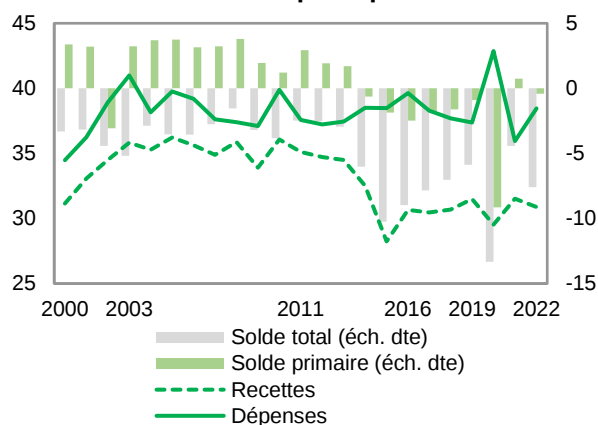
— PIB — PIB par tête — Chômage (éch. dte)

Inégalités - Quelques indicateurs


- - - Revenus avant impôts (top 10%)
— Richesse nette (top 10%)
— Ratio richesse nette/revenu net

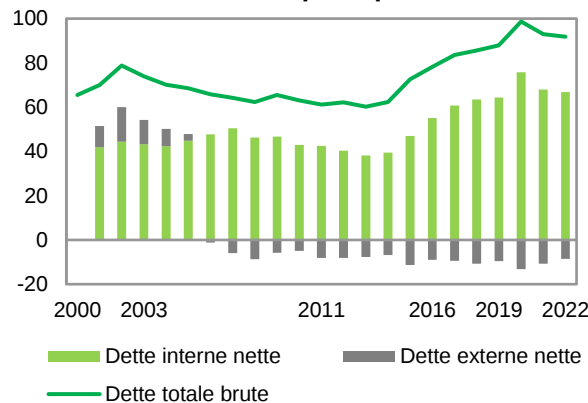
% du PIB

Finances publiques


■ Solde total (éch. dte)
■ Solde primaire (éch. dte)
- - - Recettes
— Dépenses

% du PIB

Finances publiques


■ Dette interne nette ■ Dette externe nette
— Dette totale brute

Présidents du Brésil depuis 2000 (mandat de 4 ans, renouvelable une fois)	F.H. Cardoso (PSDB)	Jan. 2000 - Déc. 2022	Dilma Rousseff (PT)	Jan. 2011 - Août 2016
	(2nde moitié de son 2nd mandat)		Michel Temer (PMDB)	Sept. 2016 - Déc. 2018
	Lula da Silva (PT)	Jan. 2003 - Déc. 2011	Jair Bolsonaro (PL)	Depuis Jan. 2019

Moyen-Orient et Afrique du Nord

Maroc : les difficultés conjoncturelles s'accroissent, mais possible redressement en 2023

Déjà affecté en 2020 par les effets de la crise du Covid, le Maroc subit douloureusement en 2022 les effets de la guerre en Ukraine sur sa balance commerciale et l'impact de la plus grave sécheresse depuis trente ans sur la croissance de son PIB.

Après la récession de 6,4% en 2020 et malgré le rebond de 7,7% de 2021, l'activité va très fortement décélérer en 2022, sans doute à moins de 1%, en raison de la forte récession agricole et de la crise qui se profile dans les pays partenaires d'Europe du Sud. Cette année, la récession agricole devrait atteindre 12% ; le déficit de pluviométrie a dramatiquement affecté la production de céréales qui s'effondre de 66%. Compte tenu du poids élevé de l'agriculture dans le PIB, cela pèse donc sur l'activité globale.

Le redressement du tourisme, qui représente 8% du PIB et qui devrait être multiplié par plus de deux en 2022, celui de l'industrie automobile et aéronautique et celui du BTP ne suffit pas à atténuer la crise agricole et les effets de l'inflation. En 2021, la reprise de la consommation avait dopé les importations et détérioré la balance commerciale; en 2022 la hausse des prix de l'énergie et des céréales importées va accentuer le déficit courant. La hausse du coût de l'énergie et des céréales en 2022 n'a pas été que partiellement compensée par les recettes du tourisme et les remises des Marocains résidant à l'étranger (+37% à 7% du PIB). Le déficit commercial des biens et services et le déficit courant devraient donc se creuser à, respectivement, 22% et 5,9% du PIB en 2022. En 2021, les IDE se sont un peu redressés à 2,2% du PIB (comme en 2019) et cela devrait perdurer en 2022.

Concernant la politique monétaire de la Banque centrale, celle-ci reste très articulée pour éviter des tensions de change : le régime de change fixe (à plus ou moins 5%) au panier euro-dollar reste donc solide, malgré une baisse des réserves en devises à six mois d'importations retrouvant ainsi le niveau de 2020 avant l'aide de 3 milliards de dollars du FMI. Les crises récentes ont par ailleurs plutôt joué un rôle de frein à une évolution du régime de change vers plus de flexibilité. Alors que le pays a toujours connu une inflation très modérée grâce à une politique monétaire réactive, ce risque macro-économique se matérialise cette année. L'inflation dérape à 8% en août (13% et 14% sur les transports et l'alimentaire). Elle devrait atteindre 6% en moyenne cette année. Cette situation exceptionnelle a obligé la Banque centrale à augmenter de 0,5% à 2% son taux directeur. Un resserrement modéré, mais volontaire, pour un pays qui n'avait pas augmenté ses taux depuis quatorze ans. Le taux d'intérêt réel reste négatif, une politique assez « accommodante » pour ne pas affecter la

croissance du PIB déjà fortement déprimée cette année par l'aléa climatique.

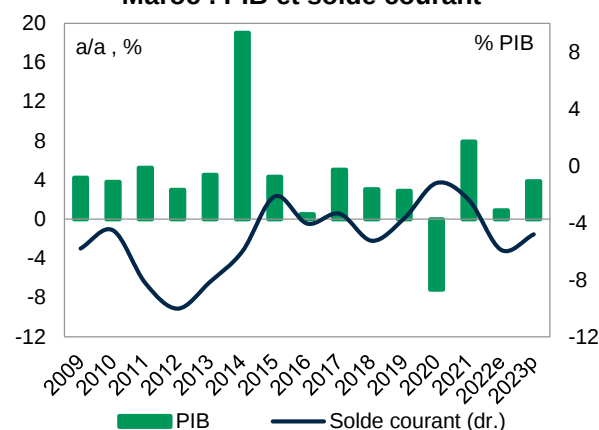
L'évolution macro-économique la plus négative issue de ces crises passées est sans aucun doute la hausse des dettes publique et externe au-delà des seuils de surendettement et leur détérioration à nouveau en 2022. Certes, cette dérive est constatée partout ailleurs dans le monde, qu'il soit développé ou émergent. Mais il peut affecter, dans le cas du Maroc, l'arrivée des IDE et renchérir les coûts de refinancement de ces dettes.

Effectivement, la dette externe est au-delà du seuil de surendettement de 150% des exportations (à 180% selon nos estimations). Par ailleurs, la situation sociale et les mesures de soutien vont maintenir le déficit budgétaire à environ 5,8% du PIB et la dette publique à 90% du PIB en 2022. Une diminution ne se matérialisera que si la croissance du PIB retrouve des niveaux plus élevés aux alentours de 4% à 5%.

Comment s'annonce l'année 2023 ? L'année prochaine, le redressement va dépendre de trois facteurs essentiels : le rebond espéré du secteur agricole, l'intensité de la crise chez les trois partenaires européens : Espagne, France et Italie et enfin les évolutions du prix des importations.

En 2023, la hausse du PIB agricole va favoriser le rebond de croissance à 3,5% selon nos prévisions, une croissance contrainte toutefois par la décélération anticipée en Europe du Sud. Le déficit courant devrait rester à un niveau assez élevé de 4,8% du PIB. Au total, les déséquilibres macro-économiques restent, somme toute, relativement contenus malgré le contexte très défavorable. Des tensions monétaires pourraient ressurgir en cas de dérapage des déficits mais la nécessité d'une nouvelle aide du FMI semble peu probable au regard de la gestion actuelle et assez articulée de la crise.

Maroc : PIB et solde courant



Sources : Office des changes, EIU, Crédit Agricole S.A.

✓ **Notre opinion** – *Au-delà de la situation macro-économique, le Maroc est aussi confronté à une situation sociale assez tendue et qui est reflétée dans les indicateurs sociaux qui restent peu favorables et ce depuis quelques années. La pauvreté est encore trop répandue, notamment dans les campagnes.*

Le chômage de 11,2% en juin 2022 est trop élevé, car il est de deux points supérieur à ce qu'il était avant la pandémie (9% environ). Malgré une baisse récente, le chômage des jeunes s'établit à 30% à mi-2022, un niveau très problématique et générateur de tensions sociales. Une situation qui va encore perdurer, car la population va voir son pouvoir d'achat diminuer malgré les mesures de soutien gouvernemental par la hausse des subventions.

Comme dans beaucoup de pays émergents, l'économie informelle va encore jouer son rôle d'amortisseur des crises.

Afrique subsaharienne : des politiques monétaires restrictives pour lutter contre l'inflation

L'inflation sur le continent poursuit sa tendance haussière, exacerbée par la hausse des prix alimentaires et d'énergie. À l'instar de nombreuses banques centrales dans le monde, certaines, dans la région Afrique sub-saharienne, ont décidé d'adopter une politique monétaire plus restrictive. Ainsi, en Afrique de l'Ouest, la BCEAO a relevé son taux directeur de 25 pdb, à 2,5%. Cette hausse intervient alors que l'inflation s'élève à 7% en glissement annuel au deuxième trimestre de 2022 et à 8,1% en glissement annuel en juillet 2022 dans l'UEMOA. La Banque centrale espère ainsi ramener

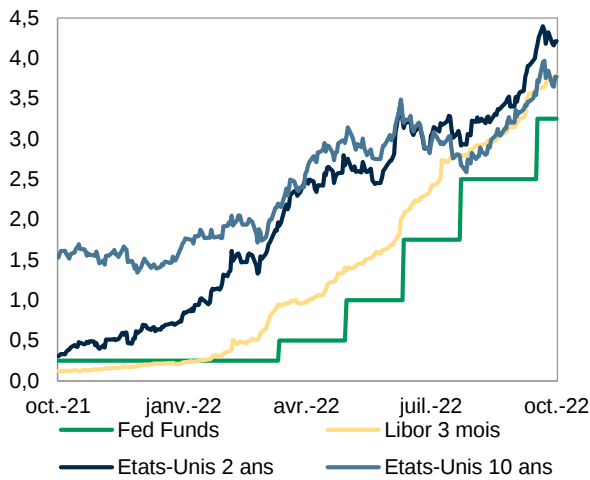
le taux d'inflation dans son intervalle cible, soit entre 1% et 3% sur le moyen terme. Au Nigeria, la Banque centrale a relevé son taux directeur de 150 pdb, à 15,5%, alors que l'inflation atteignait 20,5% en août 2022 en glissement annuel. En Afrique centrale, la Banque des États d'Afrique Centrale (BEAC) a elle aussi suivi le mouvement et révisé ses taux d'intérêt directeurs à la hausse, de +50 pdb à 4,5% et 6,25% pour ses deux principaux taux. La BEAC prévoit une inflation de 4,2% en moyenne annuelle pour septembre 2022 et de 5,2% en décembre 2022, des niveaux bien plus élevés que sa cible fixée à 3%.

✓ **Notre opinion** – *En Afrique sub-saharienne, les pressions inflationnistes s'inscrivent dans un contexte déjà fragilisé de précarité alimentaire chronique. Du fait de leur forte dépendance aux importations de produits alimentaires et de l'importante contribution de la consommation à la croissance, les pays de la zone y sont plus que jamais exposés. Par ailleurs, dans son rapport sur « le changement climatique et l'insécurité alimentaire chronique en Afrique sub-saharienne », le FMI alerte sur les conséquences du changement climatique sur la production alimentaire, la qualité de celle-ci, et les prix. Ainsi, grâce à la mise en place de politiques fiscales favorables à l'investissement dans des infrastructures plus efficaces, l'agriculture pourrait être mieux exploitée et les ménages les plus pauvres pourraient bénéficier d'une alimentation plus abordable. Cela aura un double effet : favoriser la croissance et réduire la pauvreté.*

Tendances à suivre

Taux d'intérêt en dollar américain

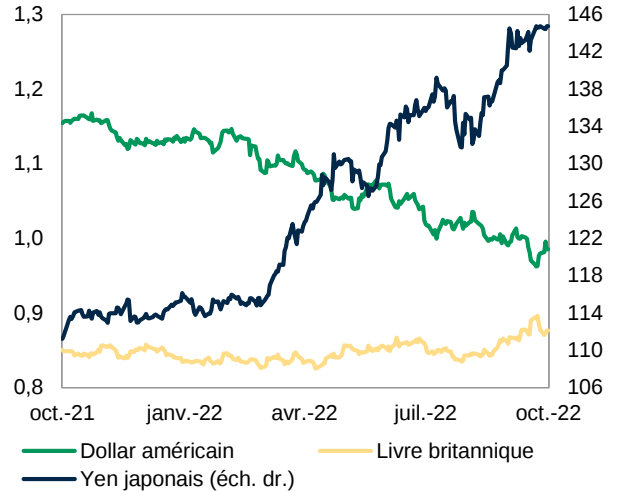
%, interbancaire (Londres) et souverains (États-Unis)



Source : Thomson Reuters

Taux de change des principales devises

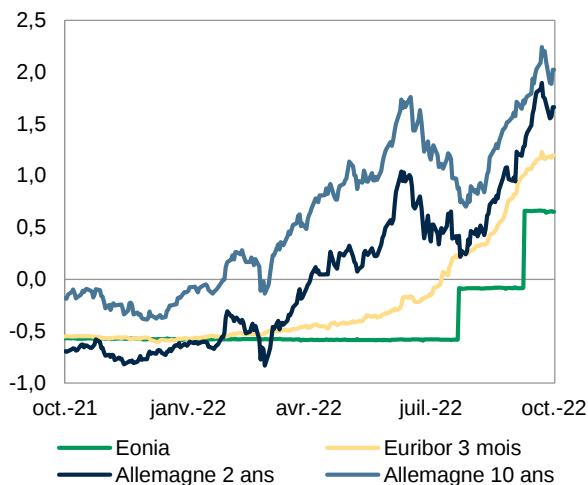
EUR/USD, EUR/GBP et USD/JPY



Source : Thomson Reuters

Taux d'intérêt en euro

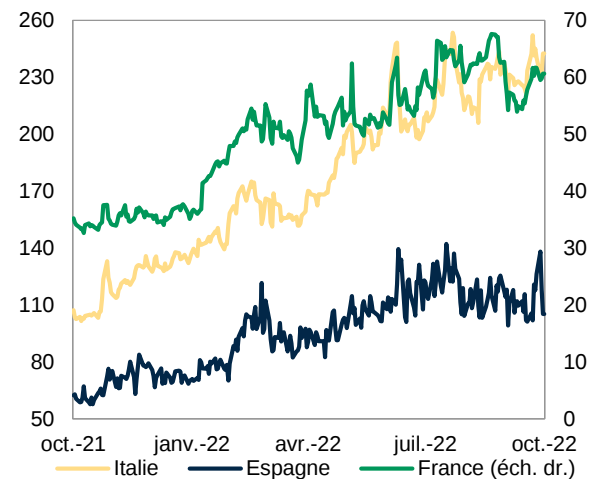
%, interbancaires (Londres) et souverains (Allemagne)



Source : Thomson Reuters

Spreads souverains européens avec le Bund

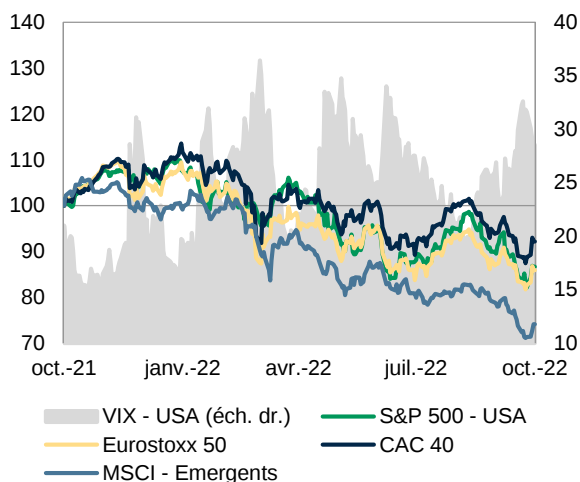
Pdb, dette en EUR à dix ans



Source : Thomson Reuters

Marché actions

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



Source : Thomson Reuters

Cours de l'once d'or

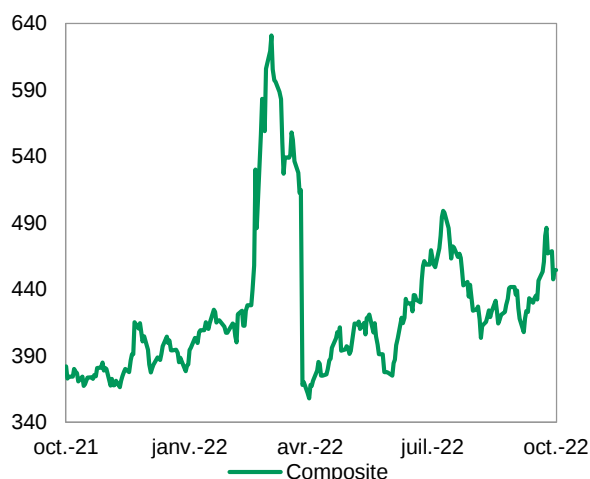
USD/Once troy (Londres)



Source : Thomson Reuters

Spreads souverains émergents avec le T-Bond

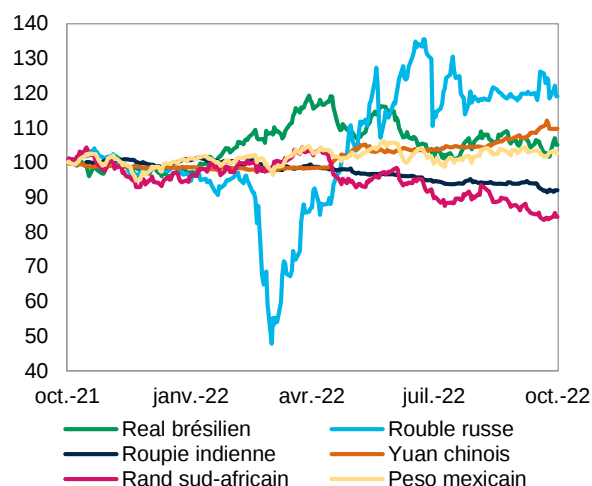
Indices EMBI+ (pdb, dette en USD de plus d'un an)



Source : JP Morgan

Devises émergentes

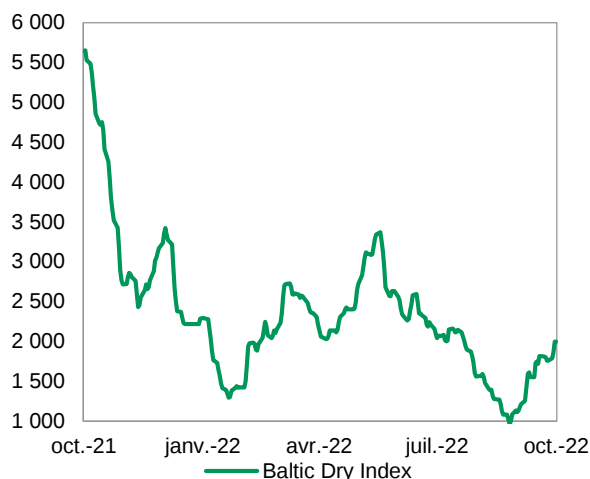
/USD (indice 100 = début de période)



Source : Thomson Reuters

Coût du transport maritime de vrac sec

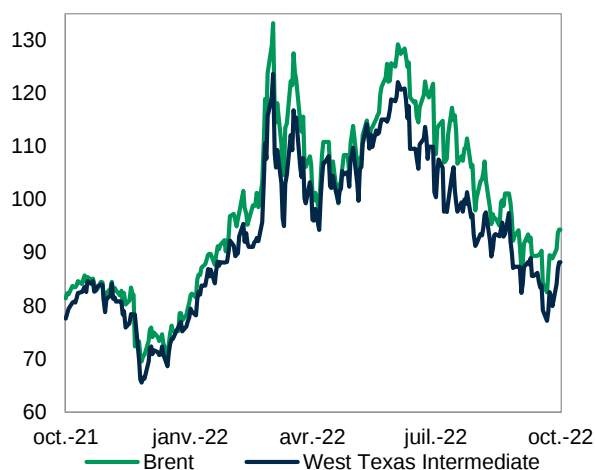
Baltic Dry Index (USD/point)



Source : Baltic Exchange

Cours du baril de pétrole brut en USD

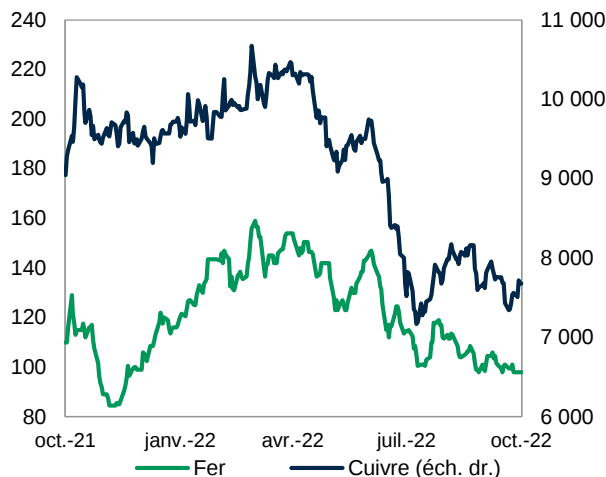
Brent (mer du Nord) et WTI (golfe du Mexique)



Source : Thomson Reuters

Cours des métaux

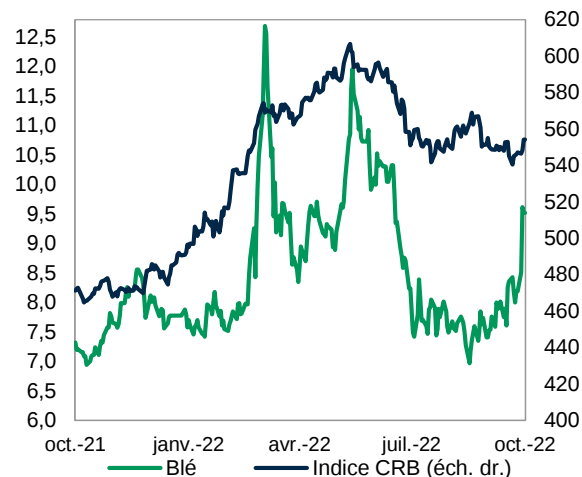
USD/tonne métrique



Sources : Steel Home, London Metal Exchange

Agriculture

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



Sources : USDA, CRB

Consultez nos dernières parutions en accès libre sur Internet :



Monde – Scénario macro-économique 2022-2023 – Octobre 2022

[L'horizon ? Sombre mais surtout incertain](#)

Date	Titre	Thème
05/10/2022	France – Projet de loi de finances 2023 : un déficit public stabilisé sur fond de crises	France
05/10/2022	Indonésie – La force tranquille ?	Asie
04/10/2022	Fintech Outlook T3 2022 – Fin de partie ?	Fintech
04/10/2022	Allemagne – Regard sur la conjoncture de la semaine écoulée	Allemagne
04/10/2022	Royaume-Uni – La BoE intervient en urgence dans une tempête de méfiance sur les marchés des gilts	Royaume-Uni
04/10/2022	Allemagne – Regard sur la conjoncture de la semaine écoulée	Allemagne
03/10/2022	Italie – Au lendemain des élections italiennes, la deuxième mi-temps commence	Italie
03/10/2022	Zone euro – Regard sur la conjoncture de la semaine écoulée	Zone euro
30/09/2022	Monde – L'actualité de la semaine	Monde
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

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 : Ayathassen BENSAID

Documentation : Dominique PETIT, Elisabeth SERREAU

Statistiques : Alexis MAYER

Réalisation et Secrétariat de rédaction : Fabienne PESTY

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

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

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

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

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