

Perspectives

Hebdomadaire – N°22/309 – 14 octobre 2022

MONDE – L'actualité de la semaine

☞ <i>L'inflation américaine ou la mégère non-appivoisée</i>	2
☞ <i>Allemagne : des pistes pour un plafonnement du prix du gaz !</i>	3
☞ <i>Allemagne : les élections régionales en Basse-Saxe confortent la coalition fédérale</i>	3
☞ <i>Royaume-Uni : le début de la récession ?</i>	5
☞ <i>Colombie : polémique monétaire</i>	7
☞ <i>Israël-Liban : accord sur la frontière maritime et exploitation des champs gaziers off-shore</i>	9
☞ <i>Europe centrale : est-ce que les fonds européens peuvent changer le cours de la démocratie ?</i>	10
☞ <i>Afrique subsaharienne : de fortes disparités régionales en termes d'épargne domestique</i>	12

L'inflation américaine ou la mégère non-apprivoisée

Cette semaine encore, la morosité a été de mise sur les marchés financiers. Les nouvelles n'ont pas été de nature à rassurer : l'inflation ne s'assagit pas et le FMI fait part de son inquiétude sur les perspectives économiques et sur les risques d'erreur de politique économique. Le « grand prêteur » a de nouveau revu à la baisse ses prévisions de croissance mondiale (à 2,7% pour 2023 après 3,2% en 2022) et à la hausse ses prévisions d'inflation (à 6,5% pour 2023 après 8,8% en 2022). Le Fonds a martelé que « le pire était à venir » et que « les risques baissiers restaient élevés ». Il a prévenu que la probabilité d'un mauvais calibrage des politiques économiques avait fortement augmenté et que les marchés financiers montraient des signes de stress. Selon le FMI, un tiers de l'économie mondiale connaîtrait une récession en 2023.

Pour ne rien arranger, le taux d'inflation américaine pour le mois de septembre a de nouveau surpris à la hausse. L'indice des prix à la consommation (IPC) a progressé de 0,4% sur le mois, permettant un léger recul du taux d'inflation sur un an, à 8,2% (après 8,3% en août), pour le troisième mois consécutif (après un pic à 9% en juin). En revanche, l'indice IPC sous-jacent (hors énergie et alimentation) a augmenté de 0,6% pour le second mois consécutif et sa hausse sur un an atteint un nouveau plus haut cyclique à 6,6% (après 6,3% en août). L'accélération des prix s'est généralisée et est manifeste sur les services dont le taux d'inflation monte à 6,8% et dépasse à présent celui des biens (6,7%). La décreue de l'inflation devrait rester lente et nos prévisions tablent sur une inflation totale toujours supérieure à 7% début 2023 avec une inflation sous-jacente excédant 5%. Les pressions inflationnistes domestiques restent significatives avec un taux de chômage qui a reculé à 3,5% en septembre (-0,2 point par rapport à août), soit son niveau d'avant-crise (février 2020) et sous son niveau de long-terme estimé à 4% par la Fed. Même si les créations nettes d'emplois (+263 000 en septembre après 315 000 en août et 537 000 en juillet) sont en baisse depuis le début de l'année, les tensions sur le marché du travail persistent. Elles s'expliquent notamment par la pénurie de main-d'œuvre, résultat d'un taux de participation en baisse, à 62,3%, soit -1,2 point sous son niveau d'avant-crise.

Le procès-verbal (minutes) de la réunion du FOMC de septembre, publié ce mercredi, témoigne d'une Fed déterminée à lutter contre l'inflation au risque d'une contraction de l'activité. Les membres du FOMC s'inquiètent du fait que l'inflation ait « diminué plus lentement qu'ils ne l'avaient prévu auparavant » et du scénario, encore cité comme un risque, d'une spirale prix/salaires. Ils s'accordent sur « la nécessité de maintenir une orientation

restrictive aussi longtemps que possible », pour juguler l'inflation. Ils considèrent que le coût économique et social d'une sous-réaction monétaire est bien plus élevé que celui d'une éventuelle sur-réaction. Quelques voix prudentes se sont toutefois exprimées, inquiètes des risques sur la croissance, et certaines ont exprimé des opinions en faveur d'un recalibrage du rythme du resserrement à venir pour limiter les effets adverses sur l'économie. Nous anticipons à présent un relèvement du taux des *fed funds* de 75 points de base (pdb) en novembre (ce serait la quatrième hausse consécutive d'une telle ampleur), suivi d'une hausse supplémentaire de 50 pdb en décembre, pour porter la limite supérieure de la fourchette des taux des *fed funds* à 4,50% d'ici la fin de l'année. Une hausse finale de 25 pdb au premier trimestre 2023 porterait ce taux à 4,75%, un haut plateau sur lequel il serait maintenu en 2023.

Plus proche de nous, les marchés britanniques ont connu une nouvelle semaine de turbulences dans le sillage de la débâcle provoquée par le « mini-budget » du 23 septembre à l'occasion de l'annonce par le gouvernement d'un stimulus fiscal tout sauf mini. Les achats de *gilts* par la BoE n'ont pas suffi à calmer durablement les marchés des obligations d'État. Le taux à 30 ans est remonté mercredi à 5,1%, revenant à son pic du 27 septembre ; le taux 10 ans a de nouveau dépassé 4,6%, la BoE ayant confirmé qu'elle cesserait ses achats de titres le 14 octobre. Plus fondamentalement, l'origine de la débâcle se niche dans le manque de coordination entre politique budgétaire et politique monétaire, dans le contexte d'une inflation très forte, conjuguée aux craintes sur la soutenabilité de la dette : la confiance dans la conduite de la politique économique est sérieusement écornée. Les critiques à l'égard de la nouvelle Première ministre Liz Truss et de son chancelier Kwasi Kwarteng, la pression des marchés et du FMI l'obligent à revoir ses propositions de baisses des impôts et/ou d'annulations de hausses programmées par le précédent gouvernement. Kwasi Kwarteng a déjà annulé une des mesures les plus critiquées concernant les hauts revenus, notamment la suppression du taux additionnel de l'impôt sur le revenu de 45%. D'autres annulations de baisses de taxes pourraient être annoncées dans les prochains jours afin de calmer les marchés avant la date du 31 octobre, date à laquelle seront présentés le plan de soutenabilité de la dette et la publication des prévisions par l'*Office for Budget Responsibility* (OBR). Or, au moment où nous rédigeons ces lignes, nous apprenons que Kwasi Kwarteng vient d'être démis de ses fonctions et remplacé par Jeremy Hunt...

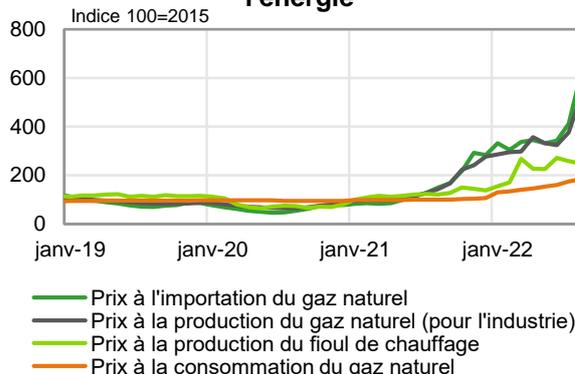
Zone euro

👉 Allemagne : des pistes pour un plafonnement du prix du gaz !

La commission d'experts allemands pour le plafonnement des prix du gaz a remis son avis au gouvernement qui devrait statuer prochainement sur les propositions avancées afin de réduire les pressions inflationnistes résultant de la guerre en Ukraine. La commission préconise d'une part un versement forfaitaire unique en décembre pour palier l'urgence de la facture hivernale des ménages et des entreprises mais propose également une subvention couvrant une partie de la consommation de gaz des ménages et des entreprises commerciales, qui entrerait en vigueur à partir de janvier ou mars prochain (date non actée) et qui devrait perdurer jusqu'à fin 2024. La prise en charge de la facture de décembre exclut néanmoins les grandes entreprises manufacturières et les producteurs d'électricité mais ce coup de pouce serait imposable afin d'éviter un effet d'aubaine pour les ménages les plus riches. Le mécanisme de plafonnement du prix du gaz prendrait le relai seulement en 2023 en fixant un prix du gaz à 12 centimes d'euro du kilowattheure (contre près de 20 centimes actuellement sur le marché allemand) pour 80% de la consommation de septembre 2022, fixée comme référence pour la consommation de base des ménages. Le différentiel de prix entre le prix plafonné et le prix de marché sera pris en charge par l'État. Pour le secteur manu-

facturier, le dispositif intégrerait un prix fixe de 7 centimes d'euro du kilowattheure (sur le prix d'approvisionnement, hors taxes et frais de réseau) pour 70% de la consommation de référence de l'année 2021. Ces propositions ont pour objectif de réduire l'inflation énergétique qui grève le pouvoir d'achat des ménages et pénalise la production industrielle, notamment dans les branches à forte intensité énergétique plus lourdement impactées par l'inflation énergétique.

Allemagne : évolution des prix de l'énergie



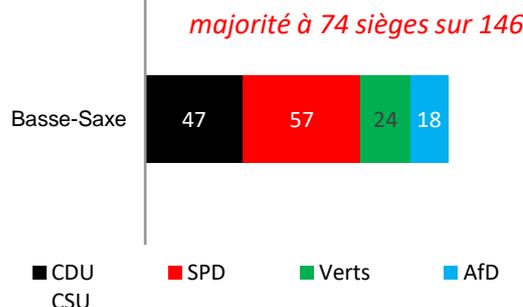
Sources : Destatis, Crédit Agricole S.A.

☑ Notre opinion – Un plafonnement du prix du gaz sera prochainement mis en place en Allemagne pour réduire la facture énergétique des ménages et des entreprises dans un contexte de flambée des prix touchant l'ensemble de l'Europe depuis la guerre en Ukraine. Les subventions proposées pour les ménages et les entreprises semblent conséquentes puisqu'elles garantissent un prix fixe pour 70% à 80% de leurs consommations habituelles, limitant ainsi le surcoût à supporter par les agents économiques. La commission d'évaluation espère ainsi réduire l'inflation sur sa composante gazière de près d'un tiers comparativement à ce qu'il adviendrait si les prix continuaient de progresser à un rythme équivalent à celui des derniers mois. Cependant, l'effet attendu sur l'inflation globale serait beaucoup plus faible et pourrait in fine ne représenter qu'un seul point de pourcentage sur l'ensemble de l'année 2023. Pour les finances publiques, la facture s'élèverait à 90 Mds € soit 2,3 points de PIB et représenterait la moitié du « bouclier défensif » annoncé par le gouvernement chiffré à 200Mds €, l'autre moitié étant dédiée au plafonnement du prix de l'électricité dans son ensemble.

👉 Allemagne : les élections régionales en Basse-Saxe confortent la coalition fédérale

En fin de semaine dernière, des élections législatives régionales se sont déroulées en Basse-Saxe, le deuxième plus grand Land du pays en termes de superficie. Les partis de la « Grande coalition » sortante alliant le SPD et la CDU remettaient en jeu leur mandat régional. Les sociaux-démocrates sont ressortis en têtes des suffrages avec 33,4% des voix, soit cinq points au-dessus de leur partenaire conservateur qui a terminé à 28%, son plus faible score des soixante dernières années dans la région. Les Verts réussissent à se hisser à la troisième place avec 14,5% des voix tandis que l'extrême droite de l'Afd atteint 10,9%.

Distribution des sièges au parlement (octobre 2022)



Sources : Landeswahlleiter, Crédit Agricole S.A.

En revanche, le parti libéral du FDP ne parvient pas à franchir le seuil des 5% lui permettant de conserver sa place au parlement régional. Un camouflet pour l'ancien leader du parti maintenant à la manœuvre au sein du gouvernement de coalition Jamaïque au niveau fédéral.

Le calcul en nombre de sièges donne ainsi satisfaction au SPD qui gagne deux sièges supplémentaires comparativement aux élections de 2017 (57 sièges) tandis que la CDU perd trois sièges pour s'établir à 47 sièges. Le partis des Verts double son

nombre de sièges au parlement avec 24 sièges dorénavant tandis que le FDP perd sa place dans l'hémicycle régional faute de représentativité suffisante. L'Afd double également ses sièges et devient dorénavant la quatrième force politique du *Land* avec 18 sièges au parlement. Les résultats favorables du SPD permettent au leader régional, Stephan Weil, en poste depuis 2013, d'envisager un changement de partenaire de coalition au profit des Verts, qui lui permettrait d'atteindre 81 sièges, soit plus que nécessaire pour avoir la majorité parlementaire fixée à 74 sièges pour ce mandat.

☑ Notre opinion – *Ces élections régionales confortent la place du SPD dans la coalition régionale et fédérale. Les libéraux accusent en revanche un désaveu et quitte le parlement régional de Basse-Saxe. De leur côté, les Verts poursuivent leur percée dans les régions, tout comme l'Afd qui progresse sans bruit dans les différents Länder. Au niveau fédéral, c'est un soulagement après les élections de mai dernier en Schleswig-Holstein et en Rhénanie du Nord Westphalie, où le SPD avait essuyé dans les deux cas des pertes de sièges et donc d'influence et de crédibilité pour la coalition fédérale. Les élections en Basse-Saxe permettent à la coalition de retrouver un peu de lustre politique mais mettent à mal la place des libéraux qui disposent de peu de marge de manœuvre pour contenir les dépenses publiques dans ce contexte de crise énergétique post crise sanitaire.*

Royaume-Uni

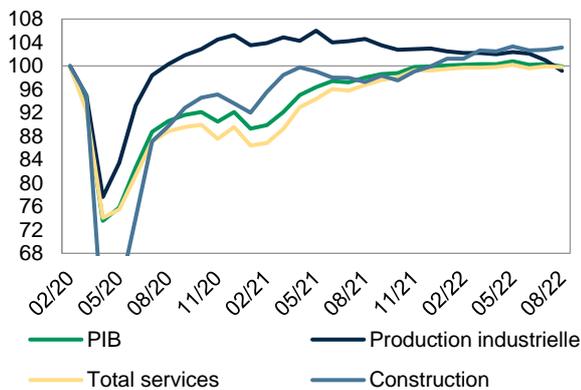
Royaume-Uni : le début de la récession ?

Le PIB fléchit en août, l'industrie en berne

Le PIB britannique a baissé de 0,3% au mois d'août en variation mensuelle après une hausse de 0,1% en juillet et une croissance moyenne quasi nulle au cours des huit derniers mois. Cette baisse est surtout due au secteur manufacturier qui a chuté de 1,6% ainsi qu'aux services ayant un contact physique avec la clientèle, qui se sont contractés de 1,8%. La poursuite du recul des activités de tests et de vaccination pour le Covid a également pesé sur la croissance. Ils ont reculé de 28% sur le mois, soustrayant 0,1 point de pourcentage à la croissance. Au total, l'industrie a baissé de 1,8% sur le mois et les services de 0,1%, tandis que la construction affiche une hausse de 0,4%.

L'industrie enregistre son troisième mois consécutif de baisse. Après le secteur manufacturier, les activités d'extraction minière et pétrolière ont été le second plus grand contributeur à la baisse de la production industrielle. C'est surtout dû à une baisse de la production de pétrole et de gaz (-10,6% sur le mois) en raison de fermetures plus importantes que prévu pour maintenance. Au sein des services, la baisse des activités sociales et de santé humaine (-1,3%) et celle enregistrée dans les loisirs et la culture (-5%) a été compensée par un rebond dans les services scientifiques et professionnels (+1,2%).

100 = févr. 2020 **R-U: PIB et ses principaux secteurs**



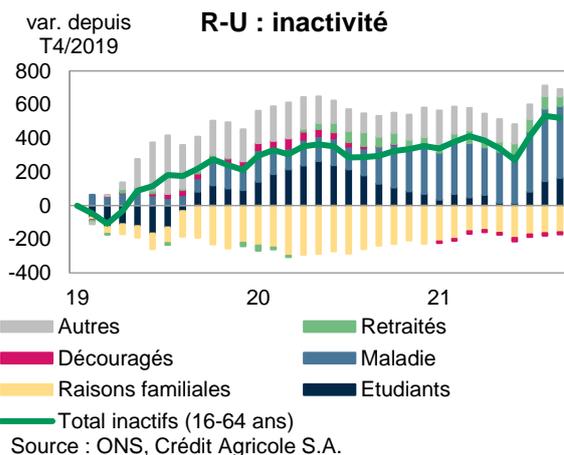
Source : ONS, Crédit Agricole S.A.

Par ailleurs, les chiffres du solde des échanges extérieurs du mois d'août ont montré une baisse du déficit commercial (biens et services) à -21,9 milliards £ (sur les trois derniers mois à fin août) contre -27,6 milliards £ en mai. En volume, les exportations

ont crû de 3,7% sur les trois mois à fin août, contre une baisse de 2,9% pour les importations, suggérant une contribution positive des exportations nettes à la croissance au T3-2022.

Ces malades qui tendent le marché du travail

Sur le marché du travail, on observe les premiers signes de l'impact de la faiblesse de l'activité. Le rapport sur l'emploi publié cette semaine montre que le nombre de postes vacants a baissé de 46 000 au T3 par rapport au T2, tout en restant à des niveaux élevés. L'emploi a aussi baissé, de 0,3% (-109 000) sur les trois mois à fin août par rapport aux trois mois à fin mai. En revanche, ces pertes d'emplois ne se sont pas traduites par une hausse du taux de chômage : celui-ci a continué de baisser atteignant un nouveau plus bas depuis 1974 à 3,5%. Une partie des employés ont tout simplement quitté le marché du travail : on constate effectivement une hausse significative du nombre d'inactifs (+0,6%, soit +252 000 sur les trois derniers mois).



Le taux d'inactivité atteint 21,7% de la population âgée de 16 à 64 ans, un plus haut depuis 2016. Cela s'explique surtout par une hausse des inactifs pour raison de maladie de longue durée dont le nombre a atteint son plus haut niveau historique à 2,5 millions. Cela contribue à la persistance du manque de main-d'œuvre et aux difficultés de recrutement. Les employeurs sont visiblement prêts à concéder des hausses de rémunération pour garder leurs employés : la croissance de la rémunération bonus inclus augmente de 6% sur les trois mois à fin août, celle des salaires atteint 5,4%.

☑ Notre opinion – L'ampleur de la baisse du PIB au mois d'août suggère que les risques autour de notre prévision de croissance du T3-2022 (-0,2% en variation trimestrielle) sont orientés à la baisse. Le PIB du mois d'août laisse un effet d'acquis de -0,4% pour le trimestre. Il faudrait un rebond de l'activité d'au moins 0,5% en septembre pour que notre révision se réalise, ce qui paraît optimiste. Le décès de la reine en septembre a provoqué un grand nombre d'annulations d'événements et de fermetures d'entreprises ainsi qu'un jour férié supplémentaire. Si certains secteurs, notamment l'hôtellerie, pourraient avoir profité de l'afflux de personnes venues rendre hommage à la reine, il est peu probable que cela compense la perte

d'activité des autres secteurs. L'effet net sur le PIB devrait avoir été négatif. L'économie devrait entrer en récession au T3-2022 sur fond de crise du pouvoir d'achat, de hausse des prix de l'énergie et de resserrement des conditions monétaires et financières.

Concernant les implications pour la BoE, le resserrement monétaire ne devrait pas être compromis par la récession à venir puisque l'inflation restera très élevée. Le marché du travail est toujours très tendu et les salaires sont très dynamiques. Une récession modérée de l'économie devrait non seulement être tolérée par la BoE, mais elle est même souhaitable car elle permettrait de refroidir le marché du travail et de diminuer les pressions inflationnistes domestiques qui menacent de devenir persistantes. Après l'annonce par le nouveau chancelier d'un plan de relance massif composé de baisses d'impôts à hauteur de 43 milliards £ sur les cinq années à venir et d'un plafonnement des prix de l'énergie dont le coût est estimé à 60 milliards sur les six mois prochains, une réaction « musclée » de la part de la BoE pour ramener l'inflation à sa cible est largement anticipée pour la réunion de politique monétaire du 3 novembre prochain. Nous anticipons un relèvement du taux directeur de 75 points de base, mais il pourrait être plus significatif.

Pays émergents

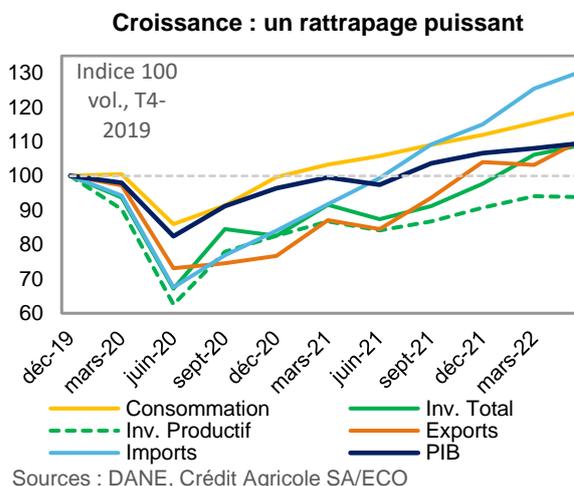
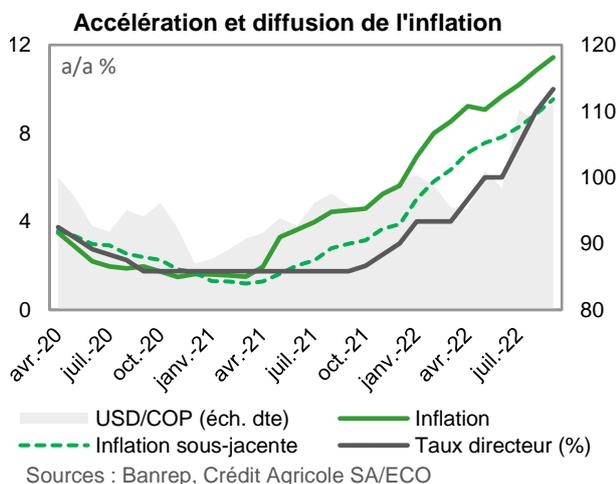
Amérique latine

Colombie : polémique monétaire

Sur la base de l'inflation alors connue (août : sur un an, inflation totale à 10,8% et inflation « de base », hors alimentation et prix réglementés, à 6,9%), la Banque centrale (BanRep) a décidé d'augmenter son taux directeur de 100 points de base le portant à 10% : une décision contestée par le président Gustavo Petro. Dans une série de tweets, il a « questionné » cette décision arguant qu'elle était plus susceptible de faire basculer l'économie colombienne dans la récession que de freiner l'inflation. En outre, selon ses propos, les sorties de capitaux causées par les resserrements successifs de la Fed pourraient être évitées en instaurant une taxe temporaire sur les revenus spéculatifs.

BanRep (dont l'objectif d'inflation est de 3%)¹ justifie la poursuite de son resserrement monétaire par de nombreux arguments. Ceux-ci tiennent en premier lieu à l'inflation elle-même : inflation totale élevée (l'inflation courante excède les prévisions annuelles de 9,9%), diffusion significative de la hausse des prix (proportion de biens évoluant à un rythme supérieur ou égal à l'objectif à 89% contre 61,7% un an auparavant), redressement des anticipations d'inflation pour fin 2023 (passées de 5,5% à 6,3% entre août et septembre), degré élevé d'indexation. Les

arguments tiennent également aux causes de l'inflation : vigueur de l'activité supérieure aux attentes, tirée en grande partie par la consommation des ménages, conduisant à une révision à la hausse de la croissance prévue pour 2022 de 6,9% à 7,8%. Ce dynamisme s'accompagne de déséquilibres : augmentation de l'écart de production, croissance du crédit stabilisée mais à des rythmes assez élevés, dégradation du déficit courant (proche de 6% du PIB). D'autres arguments tiennent aux facteurs financiers externes : hausse des taux d'intérêt internationaux et des primes de risque, volatilité des marchés financiers internationaux, financement futur du déficit courant compromis dans un contexte de taux d'intérêt mondiaux élevés et d'aversion au risque croissante. Des signes de ralentissement se manifestent et cette tendance devrait se renforcer (épuisement de la demande post-pandémique, impact de l'inflation sur le revenu réel, orientation restrictive de la politique monétaire). Les prévisions de croissance pour 2023 ont donc été revues à la baisse (de 1,1% à 0,7%). BanRep réitère néanmoins son engagement à faire converger l'inflation vers l'objectif de 3%, condition fondamentale pour assurer la dynamique et la durabilité de la croissance économique à moyen et long terme.



☑ Notre opinion – Sur un sujet aussi sensible, toute intervention présidentielle suscite immédiatement de nombreux doutes quant à l'indépendance de la Banque centrale. Les remarques de G. Petro, déjà peu appréciées par les marchés (dans la foulée de son élection mi-juin, le peso s'est déprécié contre dollar de près de 16% en trois semaines avant de se stabiliser), se sont traduites par un recul immédiat du peso (de 2,7%). Ce dernier enregistre désormais une dépréciation depuis le début de l'année de 11%, une contre-performance au regard des devises chilienne (dépréciation de « seulement » 9,3% largement attribuable à l'élection d'un président de gauche) ou mexicaine et brésilienne (appréciation de, respectivement, 2,5% et 6,5%).

¹ Le ciblage de l'inflation a été introduit en 1993. De 1993 à 2001, BanRep a fixé des objectifs annuels spécifiques. En 2001,

l'objectif d'inflation à long terme a été estimé à 3%. Cette estimation et, donc, cette cible ont été confirmées en 2018.

Au-delà de la réaction épidermique des marchés (dont la Colombie ne peut malheureusement pas se passer pour le financement de son déficit public avec un recours important à la dette externe et une présence substantielle de non-résidents sur le marché domestique), le commentaire du président semble inapproprié pour, au moins, deux raisons. C'est une erreur politique doublée d'un diagnostic partiellement erroné.

Son commentaire introduit un doute quant à la responsabilité du gouvernement en matière de gestion économique, un doute inopportun au moment où les ambitions (dont la réforme fiscale)² sont grandes et les sources de désaccord avec l'opposition nombreuses. Par ailleurs, l'inflation s'est tout d'abord redressée en raison de la hausse des prix des matières premières : un facteur sur lequel BanRep n'a effectivement pas de prise. Mais, l'Amérique latine en général (à la différence de l'Asie) tend à se distinguer par une accélération rapide de l'inflation à la suite d'un choc en amont³. De plus, l'inflation est désormais largement alimentée par la vigueur de la consommation privée et ne montre pas encore de signes de décélération. En septembre, l'inflation totale s'établit à 11,4% sur un an pour une inflation de base à 7,5%.

Cesser de resserrer la politique monétaire permettrait certes (éventuellement) d'acheter un peu de temps avant que le ralentissement naturel ne se mette en place : cet achat serait fort coûteux en termes de crédibilité (la flexibilité et l'attentisme monétaire restent l'apanage des grandes banques centrales de pays avancés et encore...) et de désancrage des anticipations. Prendre le risque de voir les anticipations dérapier revient à prendre celui d'une inflation durablement plus élevée mais aussi plus volatile : un phénomène peu propice à la croissance, d'une part, et à la population la plus modeste, d'autre part. Sans adhérer à la « domination monétaire », sans imaginer que la politique monétaire puisse seule assurer le pilotage, force est de constater qu'il serait actuellement périlleux pour BanRep de ne pas se montrer déterminée.

² Le rapport de l'OCDE sur les politiques fiscales continue d'insister sur la faiblesse du ratio recettes publiques (fiscales et non fiscales) sur PIB : à 18,7%, la Colombie devance le Mexique situé à la dernière place du classement (17,9%) ; la première place (46,5%) revient au Danemark et le taux moyen se situe à 33,5%.

³ Voir « [Inflation – Asie, Amérique latine, le poids de l'histoire et de l'isolement](#) », n°22/114 – 31 mars 2022.

Moyen-Orient et Afrique du Nord

Israël-Liban : accord sur la frontière maritime et exploitation des champs gaziers *off-shore*

Bien qu'officiellement toujours en guerre, Israël et le Liban ont trouvé un accord pour délimiter leur frontière maritime, objet d'âpres discussions depuis de nombreuses années. Cette entente, rendue possible par la médiation des États-Unis et par l'urgence nécessaire pour le Liban de trouver de nouvelles ressources pour sortir de sa crise, va donc permettre l'exploitation des champs gaziers *off-shore* découverts dans cette région de la Méditerranée. Côté israélien, il s'agit du champ Karish qui va compléter les champs Tamar et Leviathan en activité. Côté libanais, le champ Cana va être exploré par le pétrolier TotalEnergies qui dispose d'une licence d'exploitation. Les experts estiment au minimum à trois années le délai qu'il faudra pour que ces champs entrent en exploitation. Le potentiel de réserves de pétrole et de gaz disponibles dans ces champs *off-shore* reste encore à évaluer lors des futures missions d'exploration. Il pourrait être assez élevé.

Israël est déjà un pays producteur et exportateur de gaz, pour des volumes en hausse vers la Jordanie et vers l'Égypte, en vue d'un ré-export vers l'Europe après liquéfaction. Si sa balance commerciale des biens reste assez déficitaire, elle est compensée par une balance des services fortement excédentaire en raison d'exportations de logiciels et de haute-technologie. Au total, les excédents de la balance commerciale des biens et services s'élèvent à 19 milliards USD en 2021, soit 3,9% du PIB. Il va progresser en 2022, tiré par la hausse des exportations informatiques.

Pour le Liban, ces nouvelles ressources, sans doute disponibles à moyen terme, devraient permettre de réduire l'important déficit commercial et d'améliorer le solde courant. Mais il est encore beaucoup trop tôt pour en évaluer l'impact économique compte tenu des fortes incertitudes en termes de découvertes et de la situation de crise politique et économique qui frappe actuellement le pays.

 **Notre opinion** – *L'aspect géopolitique de cet accord est important car il devrait permettre d'apaiser un peu les tensions entre les deux pays. L'exploitation de ces champs pourrait par ailleurs fournir une nouvelle source alternative de gaz aux pays européens importateurs.*

Europe centrale et orientale, Asie centrale

Europe centrale : est-ce que les fonds européens peuvent changer le cours de la démocratie ?

L'argent est souvent le nerf de la guerre, et surtout quand il vient à manquer ! En effet, aussi bien la Pologne que la Hongrie souffrent d'une montée des taux d'inflation qui ont dépassé les 20% annuels certains mois et dont la normalisation n'interviendra pas dans un horizon très proche.

La forte dépendance aux importations énergétiques, dans le contexte actuel des prix de l'énergie, alimente une forte hausse des prix alimentaires et de production qui se répercutent à leur tour dans les prix à la consommation. À cela s'ajoute la mise en place d'une lutte contre l'inflation par les banques centrales. Le taux directeur hongrois a atteint 13% et celui de la Pologne 6,75%, une variation qui se répercute très rapidement sur les ménages à travers les crédits aussi bien sur les nouveaux que sur les existants puisqu'ils sont en majorité à taux variables. La consommation des ménages se retrouve donc très contrainte par l'ensemble de ces facteurs.

Les perspectives ne sont pas réjouissantes car les principaux partenaires commerciaux de la Pologne et de la Hongrie, les pays de l'Union européenne, se retrouvent dans des mêmes conditions de contraction de l'activité qui se traduira par une baisse de leurs importations. Ceci sans évoquer les risques de pénuries d'approvisionnements énergétiques, de matières premières ou d'autres ruptures de chaînes du commerce mondial qui pourraient complexifier encore plus les contraintes de production. Le contexte de la montée des tensions, à la fois sur le front de la guerre en Ukraine mais aussi sur les évolutions géopolitiques mondiales, renforce le climat d'incertitude. Les marchés sont donc vigilants et n'hésitent pas à différencier chaque région en fonction des situations politiques. Par exemple, le forint hongrois s'est déprécié de 16% depuis le début de l'année, ce qui est bien plus que pour les autres devises de la région. En quelque sorte, les marchés sanctionnent la politique hongroise.

Les gouvernements hongrois et polonais mènent des réformes successives depuis 2010 et 2015 respectivement afin de mieux contrôler les systèmes judiciaires, les médias, et concentrer de plus le pouvoir à travers la fabrication de discours de peurs et de menaces parfois imaginaires. Ce narratif a servi au resserrement des libertés individuelles et à un certain verrouillage de la parole publique. La dérive de l'État de droit s'est donc construit depuis plus d'une décennie pour la Hongrie et un peu moins pour la Pologne. Le processus a globalement fonctionné grâce à une certaine progression permanente des niveaux de vie et à une politique de redistribution assez généreuse qui a grandement satisfait l'électorat rural. Il faut reconnaître que cela a permis de répondre à un écartement des inégalités sociales produites par le processus de transition

économique après la chute des systèmes communistes. Sur le plan européen, toute cette dérive s'est déroulée sous les yeux de l'UE qui parfois par manque de courage ou par absence de lucidité institutionnelle a carrément soutenu financièrement et politiquement les partis au pouvoir aussi bien en Pologne qu'en Hongrie.

Seulement, le moment de l'épreuve a sonné. Les événements comme la guerre, encore loin des champs de vision des dirigeants, ou bien les difficultés économiques qui en découlent alertent sur la stabilité des gouvernements et de leurs capacités à entretenir leurs modèles socio-économiques. Basé sur la générosité avec les plus démunis et la prospérité pour les plus aisés, ces politiques budgétaires ont besoin de financements. Elles en ont toujours eu besoin, mais auparavant les taux de croissance du PIB permettaient des rentrées fiscales. D'autre part, les fonds européens assuraient une grande partie des investissements publics tout en stimulant l'investissement privé. En quelque sorte, les gouvernements i-libéraux, comme celui de la Hongrie de V. Orban, avaient carte blanche pour bâtir une idéologie basée sur une forte critique des valeurs de l'Union européenne et une concentration du pouvoir autour du Premier ministre. À mesure que cette « schizophrénie » s'est développée ils ont fini par scier la branche sur laquelle ils étaient assis.

Les institutions européennes ont fini par comprendre l'ampleur des dégâts causés. L'instauration donc du mécanisme de respect de l'État de droit comme conditionnalité pour bénéficier des fonds de relance européens est devenue une nécessité. Maintenant que ni la Pologne ni la Hongrie n'ont pu passer leur « examen », les gouvernements se retrouvent en difficulté pour assurer le contrat social vis-à-vis de leurs électeurs.

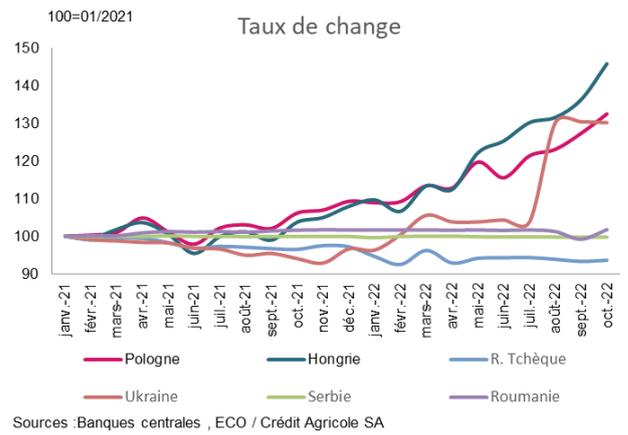
Depuis quelques semaines, la Hongrie passe des textes de lois en nombre pour lutter contre la corruption, alors que depuis plus de dix ans, aux yeux de tous, V. Orban a construit « un empire » de la corruption. En Pologne également, les juges devraient retrouver leur indépendance après une longue période de surveillance rapprochée par la chambre disciplinaire. Tout cela pour être éligibles à l'enveloppe (23 milliards d'euros pour la Pologne et 6,3 milliards d'euros pour la Hongrie).

Les deux gouvernements s'estiment très satisfaits des réalisations et en bonne voie pour obtenir le déblocage des fonds tant attendus, mais l'Europe se doit de bien mesurer ce que peuvent valoir ces lois vite passées dans une perspective de long terme.

Certes, la démarche européenne souhaite garantir un certain niveau de démocratie et elle contribue en ce sens ; mais actuellement en dehors de la carotte financière, elle dispose de très peu de marges

juridiques pour garantir aux citoyens européens un niveau infranchissable de valeurs démocratiques.

En somme, l'Union européenne paie pour obtenir le respect de la règle de droit mais pour combien de temps ?

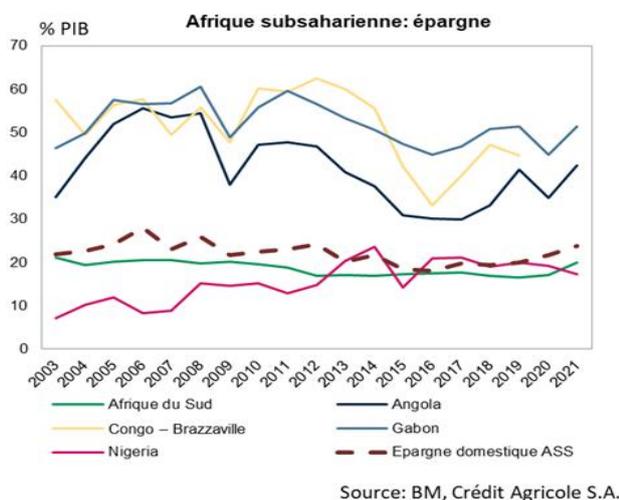


Afrique sub-saharienne

Afrique subsaharienne : de fortes disparités régionales en termes d'épargne domestique

Dans la théorie économique, l'épargne est un agrégat macroéconomique important pour la croissance. L'égalité entre l'épargne et l'investissement suppose ainsi que l'épargne serait un moteur de l'investissement. Ainsi, plus elle est importante plus les investissements sont possibles, ce qui aura pour effet de stimuler la croissance, diminuer la pauvreté et créer de l'emploi. *A contrario*, son insuffisance peut être un frein pour l'investissement et le développement. Néanmoins, un excès d'épargne pourrait déboucher sur une insuffisance de consommation et donc limiter la croissance économique (surtout pour les économies dépendantes de la consommation).

En Afrique subsaharienne, le taux d'épargne s'élève en moyenne à 22% du PIB sur les dix-huit dernières années. On observe une nette amélioration entre 2015 et 2021 où celui-ci a augmenté de 5,5 points, à 23,8% du PIB. Malgré cela, l'épargne domestique demeure insuffisante pour répondre aux importants besoins de financement de la région, qui d'après le FMI s'élèveraient à 290 Mds USD en moyenne d'ici 2023. Par ailleurs, le taux d'épargne régional moyen est déterminé à partir des 41 pays sur les 48 recensés par la Banque mondiale en Afrique subsaharienne (l'absence de données sur les sept pays manquants résultant d'un appareil statistique défaillant) ; ce taux manque sans doute un peu de précision.



Ce taux moyen assez convenable en soi cache en fait de profondes disparités au sein même de la région. Ainsi, on distingue quatre sous-groupes de pays selon la part de leur épargne dans le PIB. Le premier groupe est composé de neuf pays dont les taux sont supérieurs à 20% du PIB (41,8% du PIB pour l'Angola, 51,7% du PIB pour le Congo). Ces pays affichant des taux très élevés d'épargne sont des pays rentiers qui bénéficient fortement de leurs exportations de matières premières, en particulier du pétrole. Ainsi, leur épargne domestique est majoritairement composée d'épargne publique et leurs

taux dépassent même celui de certains pays européens comme la France (23,3% du PIB), l'Italie (22,4% du PIB) ou encore l'Espagne (23% du PIB). Dans le second groupe, les taux sont compris entre 10% et 20% du PIB (le Cameroun avec 16,5% du PIB, l'Afrique du Sud avec 18,7% du PIB) ; le troisième groupe est constitué de pays dont le taux d'épargne domestique est inférieur à 10% du PIB (4% du PIB pour la Gambie, 7% du PIB pour la Guinée) ; et le quatrième groupe avec des taux d'épargne négatifs à l'image du Burundi avec un taux de -6% du PIB et des Comores avec un taux de -3% du PIB. La plupart des États d'Afrique subsaharienne sont confrontés à des revenus insuffisants, une population très pauvre, des taux de chômage élevés et à d'importantes fuites de capitaux des plus riches vers les paradis fiscaux ; ce qui tire à la baisse l'épargne domestique, majoritairement constituée de l'épargne des ménages.

Pour de nombreux pays à l'épargne très faible, les obstacles à une épargne plus développée sont aussi à chercher dans la structure des systèmes financiers. Ces derniers sont souvent peu développés et difficiles d'accès pour beaucoup d'agents, ce qui n'encourage pas les dépôts sur des comptes bancaires. L'épargne en nature est ainsi parfois préférée. Par ailleurs, l'économie informelle, assez développée en Afrique subsaharienne, contribue à perturber l'analyse statistique en raison d'importantes liquidités non recyclées dans les circuits financiers traditionnels.

Afrique sub-saharienne : Épargne (2017 et 2021, % PIB)

Pays	2017 (% PIB)	2021 (% PIB)	(*)
Gabon	47	51	
Zambie	39	47	(*)
Congo – Brazzaville	40	45	(*)
Angola	30	42	
Mauritanie	28	30	(*)
Congo - Kinshasa	21	26	
Côte d'Ivoire	21	24	
Guinée	10	23	
Bénin	17	21	(*)
Afrique du Sud	18	20	
Ghana	18	20	
Ethiopie	22	19	
Burkina Faso	16	19	(*)
Botswana	29	18	(*)
Nigeria	21	17	
Sao Tome-et-principe	16	17	
Cameroun	17	16	

Mozambique	11	14	(*)	Malawi	5	7	(*)
Guinée Equatoriale	29	14		Zimbabwe	- 1	6	(*)
Tchad	16	13		Sierra Leone	39	4	
Madagascar	12	13		Ouganda	3	0	
Togo	11	13		Namibie	4	-1	
Kenya	10	12		Burundi	- 1	-6	
Cap Vert	17	12		Seychelles	- 4	-9	(*)
Mali	8	11		Comores	- 3	-10	
Rép. Centrafricaine	11	11		Gambie	6	-12	
Maurice	10	10		Libéria	- 54	-31	(*)
Sénégal	20	9					

Sources : Banque mondiale, Crédit Agricole S.A. / ECO

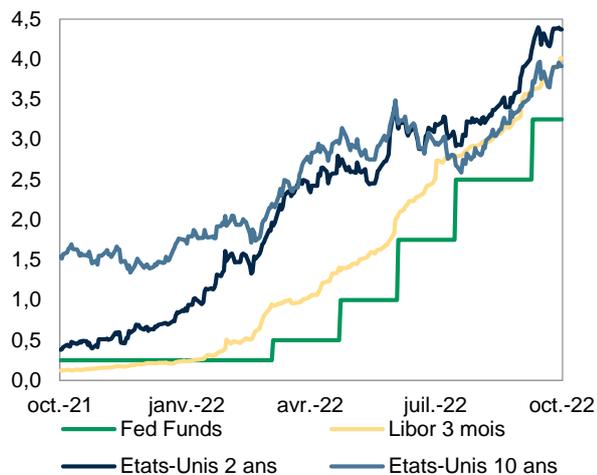
(*) chiffre 2020 ou 2019

☑ Notre opinion – *Malgré la libéralisation des économies, le recours aux financements internationaux et les aides publiques au développement, l'Afrique subsaharienne peine à se positionner sur une trajectoire soutenable de développement économique. Les économies régionales pourraient envisager de s'appuyer sur d'autres moyens pour stimuler la croissance. Ainsi, l'épargne domestique est un levier important qui peut être mobilisé pour lutter contre la pauvreté et soutenir le développement. Pourtant, l'importance qui lui est accordée par les dirigeants ne semble que minime du fait principalement de sa faiblesse structurelle.*

Tendances à suivre

Taux d'intérêt en dollar américain

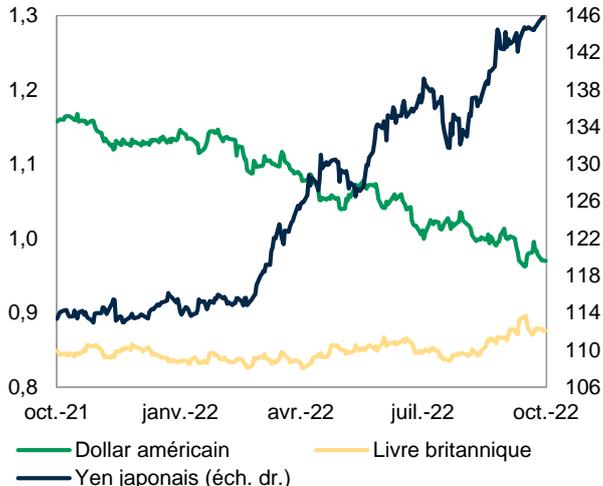
%, interbancaire (Londres) et souverains (Etats-Unis)



Source : Thomson Reuters

Taux de change des principales devises

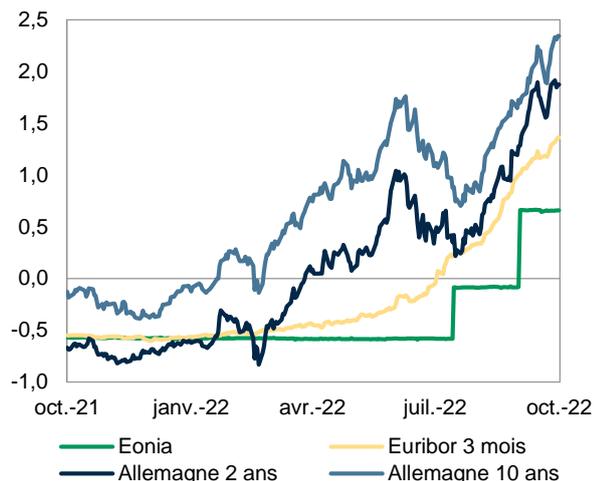
EUR/USD, EUR/GBP et USD/JPY



Source : Thomson Reuters

Taux d'intérêt en euro

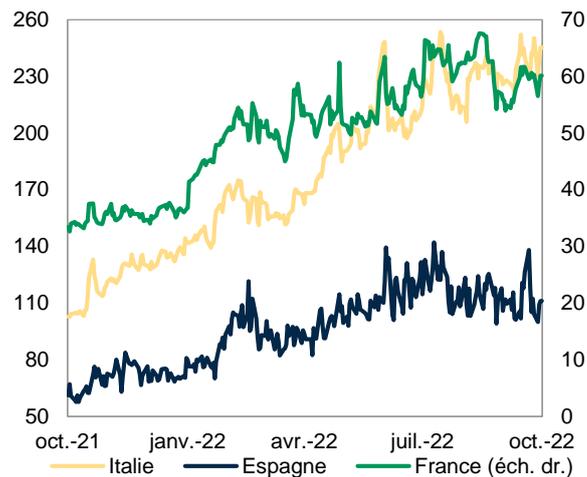
%, interbancaires (Londres) et souverains (Allemagne)



Source : Thomson Reuters

Spreads souverains européens avec le Bund

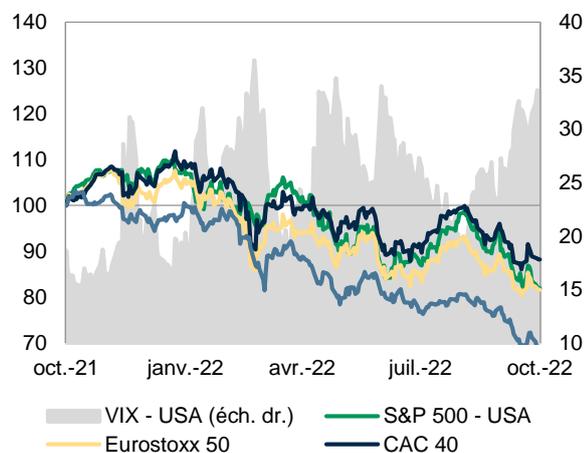
Pdb, dette en EUR à dix ans



Source : Thomson Reuters

Marché actions

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



Source : Thomson Reuters

Cours de l'once d'or

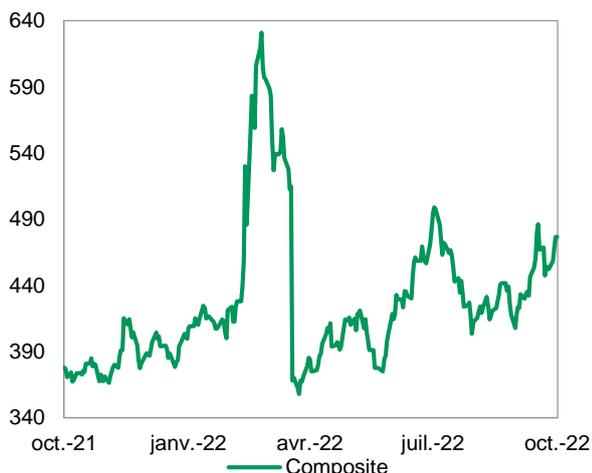
USD/Once troy (Londres)



Source : Thomson Reuters

Spreads souverains émergents avec le T-Bond

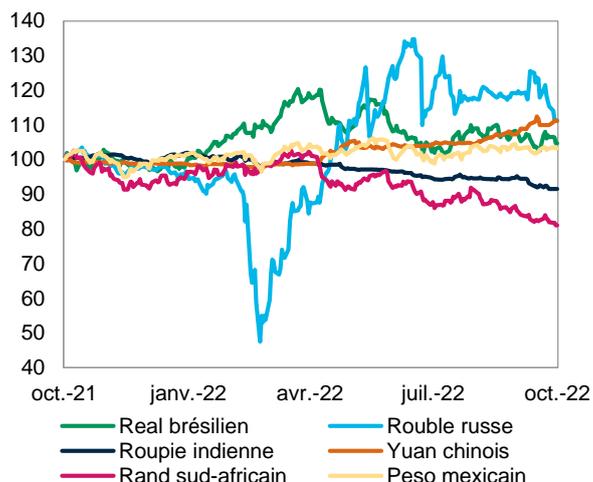
Indices EMBI+ (pdb, dette en USD de plus d'un an)



Source : JP Morgan

Devises émergentes

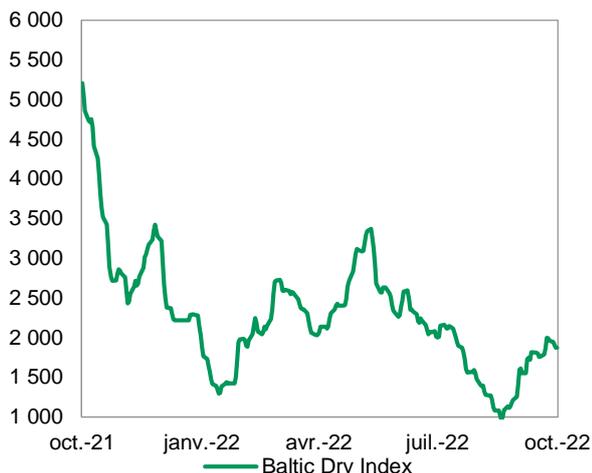
/USD (indice 100 = début de période)



Source : Thomson Reuters

Coût du transport maritime de vrac sec

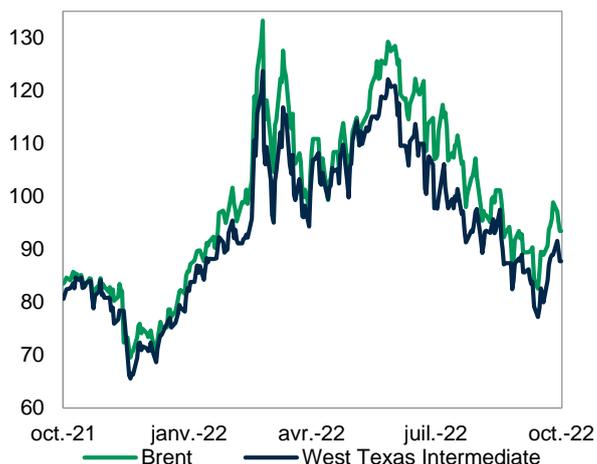
Baltic Dry Index (USD/point)



Source : Baltic Exchange

Cours du baril de pétrole brut en USD

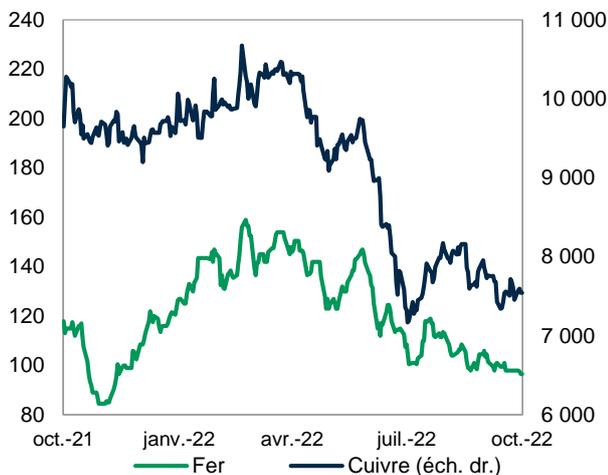
Brent (mer du Nord) et WTI (golfe du Mexique)



Source : Thomson Reuters

Cours des métaux

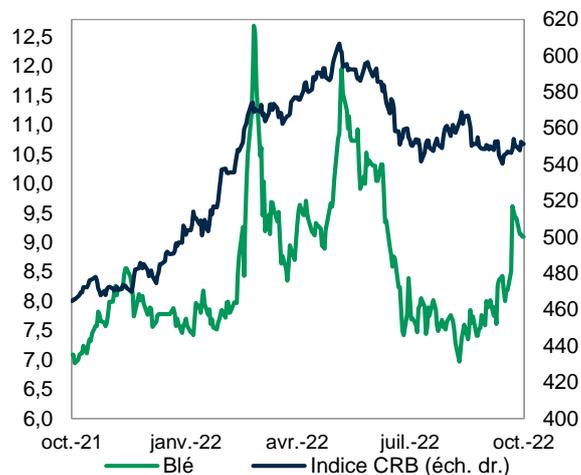
USD/tonne métrique



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 – Octobre 2022

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

Date	Titre	Thème
13/10/2022	France – Scénario 2022-2023 : l'économie à l'épreuve de l'inflation	France
12/10/2022	Maroc – Les difficultés conjoncturelles s'accroissent, mais possible redressement en 2023	Afrique et Moyen-Orient
12/10/2022	L'OBSERVATOIRE financier des entreprises agroalimentaires	Agri-agro
11/10/2022	Allemagne – La production des branches à haute intensité énergétique davantage touchée !	Zone euro
10/10/2022	Brésil – Le premier tour des élections présidentielles (ou Noël avant l'heure)	Amérique latine
10/10/2022	Zone euro – Baisse du taux d'épargne et légère dégradation des marges au T2 2022	Zone euro
10/10/2022	Pays émergents – Dernières tendances	Pays émergents
07/10/2022	Monde – L'actualité de la semaine	Monde
05/10/2022	France – Projet de loi de finances 2023 : un déficit public stabilisé sur fond de crises	France
05/10/2022	Monde – Scénario macro-économique 2022-2023 : l'horizon ? Sombre mais surtout incertain	Monde
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	Zone euro
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	Zone euro
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

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 LÉBOUGRE (coordination scénario)

Afrique du Nord, Moyen-Orient : Olivier LE CABELLEC

Afrique sub-saharienne : Ayathassen BENSALD

Documentation : Dominique PETIT, Elisabeth SERREAU

Statistiques : Alexis MAYER, Jorge Mariano MAMANI SORIA et 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.