

Perspectives

Hebdomadaire – N°22/324 – 28 octobre 2022

MONDE – L'actualité de la semaine

☞ <i>Quand le risque de récession finit par réjouir les marchés</i>	2
☞ <i>Ce que nous disent les Américains de leur stratégie</i>	3
☞ <i>France : l'inflation repart à la hausse en octobre, le PIB ralentit au T2</i>	6
☞ <i>BCE : la banque centrale ne relâche pas son « contrôle robuste » sur l'inflation</i>	6
☞ <i>Zone euro : les enquêtes PMI pointent vers une récession au quatrième trimestre</i>	7
☞ <i>Espagne : ralentissement de l'emploi au T3</i>	8
☞ <i>Italie : inflation d'octobre, a-t-on atteint le pic ?</i>	9
☞ <i>L'économie américaine a renoué avec la croissance au troisième trimestre</i>	10
☞ <i>Chine : la publication des chiffres de croissance n'éteint pas les inquiétudes du marché</i>	11
☞ <i>Brésil : pause monétaire prudente</i>	13
☞ <i>Égypte : accord a minima avec le FMI et nouvelle dévaluation de la livre</i>	14
☞ <i>Arménie : le domino caucasien</i>	15
☞ <i>République démocratique du Congo : budget 2023 ambitieux mais réaliste</i>	16

Quand le risque de récession finit par réjouir les marchés

Après avoir profité aux marchés actions mondiaux la semaine dernière, l'appétit pour le risque s'est diffusé au marché de la dette souveraine. En effet, les anticipations de hausses de taux s'apaisent à mesure que les signaux confirmant ou annonçant une récession s'accumulent en zone euro, au Royaume-Uni, voire aux États-Unis. Bien que la BCE ait monté ses taux directeurs de 75 points de base lors de sa réunion de politique monétaire ce jeudi 27 octobre, ce sont bien les risques de récession qui l'ont conduite à adopter une tonalité moins agressive qu'anticipé et à cesser de s'engager sur plusieurs hausses de taux à venir. En réaction à l'attitude de la BCE, les courbes de taux euro se sont « affaissées » sur toutes les maturités (le taux à dix ans allemand perdant 30 points de base sur la semaine et son homologue américain plus de 20 points de base) et les primes de risques se sont sensiblement repliées (-26 points de base pour le *spread* italien par rapport au Bund sur la semaine, -17 pb pour son homologue français). Aux États-Unis, le rebond du PIB au troisième trimestre confirme que l'économie américaine n'est pas encore en récession mais la détérioration des enquêtes et l'affaiblissement de la demande sous-jacente suggèrent qu'une récession reste probable. Par ailleurs, la saison des profits outre-Atlantique a dépassé les anticipations dans l'ensemble, mais beaucoup d'entreprises ont averti que le resserrement de la Fed et la force du dollar les pénalisaient.

Selon l'estimation préliminaire du Département du Commerce, l'économie américaine a crû de 2,6% en variation trimestrielle annualisée au troisième trimestre, après deux trimestres de baisse (-1,6% au premier trimestre et -0,6% au deuxième). Ce rebond reflète surtout une contribution positive significative du commerce extérieur (2,8 points), tandis que la consommation des ménages décélère et que l'investissement privé reste faible. Par ailleurs, l'indice de confiance des consommateurs du *Conference Board* pour le mois d'octobre a chuté légèrement plus que prévu reflétant à la fois une détérioration de la situation actuelle et des anticipations des ménages. Une nouvelle hausse des taux de 75 pb de la part de la Fed la semaine prochaine est largement anticipée. La Fed pourrait évoquer un ralentissement du rythme de ses hausses de taux à partir de décembre.

Toujours du côté perspectives d'activité, l'agence IHS Markit/S&P Global a publié cette semaine ses indices « flash » PMI auprès des directeurs d'achats pour le mois d'octobre. La contraction de l'activité économique semble accélérer aux États-Unis, dans la zone euro et au Royaume-Uni, faisant du Japon la seule grande économie du monde

développé à connaître une expansion au début du quatrième trimestre. Cependant, même au Japon, la confiance des entreprises dans les perspectives s'est détériorée, ce qui laisse entrevoir sans ambiguïté un affaiblissement de la croissance économique au cours des prochains mois. Le PMI global, représentatif du G4, se situe dans la zone signalant une contraction de l'activité pour le troisième mois consécutif. Aux États-Unis, le PMI atteint 47,3, un niveau conforme à une baisse du PIB de près de 2% en rythme annualisé, selon Markit. En zone euro, le flash PMI recule à 47,1. L'Allemagne subit la plus forte baisse anticipée d'activité, tandis que la France enregistre une stabilisation. Au Royaume-Uni, l'incertitude politique et l'excès de volatilité sur les marchés financiers ont, sans surprise, pesé sur le climat des affaires, déjà affaibli en raison de la baisse du pouvoir d'achat et du *Brexit*. Le PMI composite est en territoire de contraction pour le troisième mois consécutif, suggérant une baisse de l'activité de 0,4% au quatrième trimestre. Enfin, au Japon, le PMI a augmenté à 51,7 après 51 en septembre, soutenu par l'impact positif de l'ouverture de l'économie *post-Covid* sur les services, tandis que l'industrie continue de se replier.

Outre-Manche, l'élection éclair ce lundi 24 octobre, de Rishi Sunak au poste de *leader* du Parti conservateur et donc de Premier ministre, a significativement apaisé les marchés. Le taux trente ans sur la dette souveraine a baissé à 3,8% lundi puis à 3,5% jeudi, retrouvant ses niveaux d'avant le « mini-budget » du 23 septembre. La livre sterling a également effacé ses pertes contre dollar, se traitant à près de 1,15 ce vendredi, un plus haut depuis le 14 octobre. La semaine prochaine, l'attention des marchés se portera sur la réunion de la BoE, lors de laquelle nous anticipons un relèvement des taux de 75 points de base (50 points de base en août) et des révisions à la hausse des projections d'inflation, aussi bien à court terme (hausse des prix de l'énergie) qu'à moyen terme (le stimulus fiscal restant significatif, à plus de 100 milliards de livres après les diminutions décidées le 14 octobre dernier par Jeremy Hunt). La BoE devrait toutefois continuer de suggérer que les anticipations de marché d'un taux directeur montant à 4,8% l'année prochaine sont trop agressives. Rishi Sunak a par ailleurs décalé au 17 novembre la publication de son plan de soutenabilité de la dette à moyen terme (la date du 31 octobre était initialement prévue) ; il a averti, lors de son discours d'investiture, que des décisions difficiles devraient être prises pour restaurer la stabilité économique et la confiance, sous-entendant des baisses de dépenses publiques et probablement des hausses d'impôts.

Éditorial

Ce que nous disent les Américains de leur stratégie

Le document de sécurité nationale stratégique que la Maison Blanche vient de publier pose exactement le même curseur temporel que celui de Vladimir Poutine au Club de Valdaï : les Américains parlent d'une « décennie capitale » et les Russes d'une « décennie de troubles ». Quels que soient les événements géopolitiques à venir, les moments de calme ou de revirements stratégiques qui pourront nous surprendre, il faut, définitivement, que les entreprises et les marchés financiers pensent la géopolitique sur le temps long. Autre argument dans ce sens : quelles que soient nos aspirations à une indépendance stratégique, ne soyons pas naïfs, cela va prendre du temps : sécuriser des chaînes de valeur ou réindustrialiser nécessite des années...

Même si la mondialisation se réorganise, nous sommes encore interdépendants

Nous serons donc, et pour un bon moment encore, dans un système mondial dit « complexe », c'est-à-dire un système où aucun acteur n'est indépendant des autres, et où les effets directs – mais aussi secondaires – de tous les chocs peuvent être multiples, puissants et larges. Cela, depuis le Covid et la guerre en Ukraine, nul ne peut plus l'ignorer : toutes les crises, économiques, écologiques, ou politiques, sont potentiellement systémiques et elles peuvent rayonner vite dans toutes les dimensions et toutes les géographies à la fois, créant des distorsions de prix, d'offre et de demande. Par ailleurs, la conscience collective plus réaliste de ce fonctionnement systémique du monde pèse de plus en plus sur les décisions des gouvernements, des entreprises et des individus, soucieux de sécurité, de résilience, d'épargne et de stockage. En somme, ce que les économistes appellent une évolution profonde des préférences des agents.

On sait enfin que ce système est entré en déséquilibre¹, là encore dans tous les domaines à la fois, écologique, économique, politique, géopolitique et même cognitif (la fameuse crise du sens). Or, comme tous les systèmes complexes que la physique et l'économie du chaos étudient, cette situation de déséquilibre produit des points de bifurcation, qui sont aussi des points d'accélération – c'est-à-dire des moments où des événements majeurs se précipitent, s'enchaînent, et orientent le scénario en profondeur.

Cette mécanique de la complexité est bien utile pour comprendre la géopolitique aujourd'hui, dans laquelle la bifurcation actuelle est usinée en même temps par des événements de rupture (guerre, changement de gouvernement dans une puissance centrale du scénario, Chine en tête²) et par des

déplacements de puissance moins visibles (un effet plaque tectonique), mais dans tous les domaines de la puissance à la fois – du *hard* au *soft power* –, en passant par la capacité à produire des normes et surtout, de nouvelles valeurs et de nouveaux modèles de société. La recomposition géopolitique est donc en train d'accélérer, point de bifurcation oblige, mais attention aux simplifications, rien n'est joué, puisque c'est un processus de long terme, et à acteurs multiples. La seule chose certaine, c'est donc qu'il faut prendre des positions prudentes, ne pas faire de paris géopolitiques et, dans le brouillard des phénomènes, diversifier ses risques.

L'accélération du *containment* technologique ou la vieille stratégie de l'Anaconda

Ces points de bifurcation sont enfin des moments où les acteurs prennent des décisions importantes, car ils sentent à quel point leurs choix d'aujourd'hui vont engager leur puissance de demain. C'est exactement ce que confirme le document de sécurité nationale stratégique que la Maison Blanche vient de produire, dont certains éléments sont éclairants pour notre propre avenir :

- ✓ La « décennie est décisive pour redessiner l'ordre international » est-il écrit. Il faut agir, et vite. Agir, mais pour quoi faire ? La suite est explicite : pour accumuler des avantages compétitifs dans les domaines de puissance cités par le rapport, comme la micro-électronique, les semi-conducteurs, l'informatique quantique, l'intelligence artificielle, les bio-technologies, les énergies propres, les télécommunications.
- ✓ Pour les Américains, il ne s'agit donc plus de préserver une avance technologique de deux ou trois générations, comme c'était le cas dans une mondialisation juste compétitive, et non conflictuelle, mais d'interdire aux puissances considérées comme hostiles l'accès aux technologies essentielles pour une montée en puissance géopolitique. De fait, la stratégie américaine d'endiguement de la Chine dans le secteur des semi-conducteurs s'intensifie, avec cette décision d'interdit qui ne touche plus seulement les entreprises, mais tous les citoyens américains en contact avec Pékin dans ce secteur.
- ✓ L'importance de la guerre de position technologique est donc telle, désormais, qu'elle peut se faire même au détriment de l'économie immédiate, en faisant plonger brièvement les cours des entreprises occidentales du secteur.

¹ Cf. [Géopolitique – Le temps des choix, l'heure des choix](#), Tania Sollogoub, septembre 2022

² Cf. article [Chine : la publication des chiffres de croissance n'éteint pas les inquiétudes du marché](#)

La géopolitisation de l'économie ou le vieux fantôme du projet Manhattan

La stratégie américaine va être à « 360 degrés », lit-on ensuite, c'est-à-dire qu'elle concerne tous les secteurs et tous les pays. « Nous avons brisé les lignes de division entre politique étrangère et politique domestique (...), nous devons dessiner de façon proactive l'ordre international en fonction de nos propres intérêts et valeurs (...), nous devons compléter le pouvoir d'innovation du secteur privé avec une stratégie industrielle moderne faite d'investissements publics dans la main-d'œuvre américaine, dans les secteurs stratégiques, les chaînes de valeur critiques et dans les technologies émergentes ». On retrouve ici l'ADN américain d'une économie de guerre qui s'est définie dans le projet Manhattan, et qui a toujours imprimé sa marque sur la collaboration public-privé américaine. C'est elle qui va à nouveau resserrer l'économie et le politique dans tous les domaines stratégiques, dont le périmètre ne cesse par ailleurs de s'élargir : la politique industrielle reprend la main, ordonnée certes par la transition climatique, mais aussi par cet objectif de *leadership* réaffirmé : bien qu'ils reconnaissent un environnement international plus contesté, les États-Unis se voient comme « *the world leading power (...)* », avec cette idée que « nos forces inhérentes (...) demeurent inégalées ».

Une accélération de la guerre idéologique

Le programme de *leadership* américain a trois piliers officiels (on y ajoute évidemment le dollar et les universités). Une avance technologique, une suprématie militaire et un réseau d'alliances (notamment techno-industrielles) fédérées autour de deux idées : d'une part, la Chine est définie comme la seule vraie puissance concurrente et, d'autre part, les États-Unis se présentent comme les seuls *leaders* légitimes (« le monde a besoin de nous ») d'un camp composé des démocraties, des « *like minded states* », mais aussi des régimes qui reconnaissent un système international gouverné par les règles, camp opposé aux « autocraties », puissances révisionnistes de l'ordre mondial – Chine, Russie, Iran, Corée du Nord.

Ce point a beaucoup de conséquences opérationnelles pour les entreprises, car il renvoie à la question du respect de l'intégrité territoriale, de l'organisation du cyberspace ou de la libre circulation maritime. L'enjeu est de savoir si nous serons confrontés à plusieurs espaces normatifs, plus ou moins étanches. Par ailleurs, le règlement des conflits actuels se fera-t-il à partir du gouvernement par les règles (mais les États révisionnistes ne les acceptent plus), ou plutôt par de longues négociations à la recherche d'un équilibre régional de puissances, qui serait accepté par tous les acteurs, type Congrès de Vienne ? C'est le problème en Ukraine, dans le Caucase, entre les deux Corées...

Le gouvernement américain se défend néanmoins de créer les bases d'une guerre froide et il souligne l'existence de défis transversaux, notamment climatiques, qui vont imposer certaines collaborations. Pourtant, à la lecture de ce rapport et au regard des évolutions politiques chinoises, on mesure tout de même à quel point l'affrontement idéologique risque d'être fondateur. Vu d'outre-Atlantique, c'est un affrontement entre démocraties et régimes autoritaires. Vu de Pékin ou de Moscou, c'est une guerre des « autres » contre un Occident dont on ne supporte plus les deux poids/deux mesures, si souvent dénoncé.

Attention à ne pas étrangler l'Europe pour ressusciter l'Otan

Cette stratégie américaine se matérialise déjà dans de nombreux secteurs, mais elle se heurte aussi à quelques pièges de taille, dont certains viennent de son propre camp. Le premier est de plus en plus net en Europe : il va falloir que les États-Unis trouvent le bon équilibre entre le resserrement de l'alliance Atlantique et un effet d'étouffement de l'Europe, où les forces centrifuges politiques, nourries par les difficultés économiques, prendraient le pas. Après le moment d'union face à Moscou, les signaux de fragmentation se multiplient dans l'Union européenne, qui vont de la difficulté à trouver une position commune sur le prix gaz/électricité, en passant par le désaccord public d'une rare intensité au sein du « couple » franco-allemand. Ressusciter l'Otan ne veut pas dire étrangler l'Europe. Pour les Américains, qui fondent leur grande stratégie sur un effet d'alliance, ce serait un effet pervers géostratégique grave du conflit ukrainien.

L'Indo-Pacifique, épicerie de la géopolitique du XXI^e siècle

Le deuxième piège est également lié à la guerre : l'opinion publique américaine évolue et le soutien au conflit s'affaiblit. Selon un sondage récent du *Pew Research*, 32% des Républicains considèrent que les États-Unis apportent trop d'aide à l'Ukraine, contre 9% en mars. Si les Républicains font basculer l'équilibre des chambres à l'issue des élections de *midterms*, les appels à la négociation vont sans doute se multiplier, ce qui va être de moins en moins compatible avec le lexique de la guerre contre les « démocraties ». Cette situation de politique intérieure pourrait donc inciter à des revirements stratégiques américains : n'oublions pas que pour les Américains, l'ennemi principal est la Chine et que cette idée est l'un des rares points d'ancrage bi-partisan, appuyé sur une montée des opinions hostiles de la population vis-à-vis de Pékin : entre 2004 et 2021, elles sont passées de 35 à 82%.

Cette hostilité des peuples entre eux donne d'ailleurs une orientation profonde au scénario global, car elle est la base la plus durable des tensions géopolitiques. On retrouve là aussi le temps long. En Corée, ce même pourcentage

d'opinions négatives est passé en vingt ans de 31% à 80%. Il atteint même 86% et 87% au Japon et en Australie. La zone Asie est totalement polarisée politiquement, et le rapport souligne sans doute à juste titre que la zone Indo-Pacifique sera « l'épicentre de la géopolitique du XXI^e siècle ».

De l'écart entre les mots et la réalité

Enfin, le dernier piège pour les Américains, c'est le monde en dehors de l'Europe et de l'Asie alliée, dans des zones telles que la Turquie, l'Inde ou les Pays du Golfe. Car dans ce monde-là, qui n'est ni tout à fait ami, ni tout à fait hostile, ce *leadership* américain est loin d'être une évidence. Les alliances ne pourront se faire qu'autour du principe de gouvernement mondial par les règles, mais pas sur la démocratie. Dans le rapport de stratégie américain, la partie sur le Moyen Orient positionne ainsi prudemment en dernière ligne des principes d'action l'idée que l'administration américaine continuera à défendre la démocratie, là où ces principes sont en première ligne face à la Chine. Là

encore, la guerre a eu des effets secondaires mal contrôlés par l'Oncle Sam : l'indépendance stratégique de nombreux acteurs « secondaires » s'est accrue et les liens que la Turquie, l'Inde, l'Arabie saoudite ou les Émirats préservent avec la Russie obligent les États-Unis à une position plus pragmatique. Les exemples affluent chaque jour depuis les achats indiens de pétrole russe, en passant par la décision saoudienne de baisse de production dans le cadre de l'OPEP⁺, ou au voyage de M. Ben Zayed à Moscou et à sa réhabilitation du président Assad en l'invitant aux Émirats. Autant d'affirmations d'indépendance et de puissance qui font désordre !

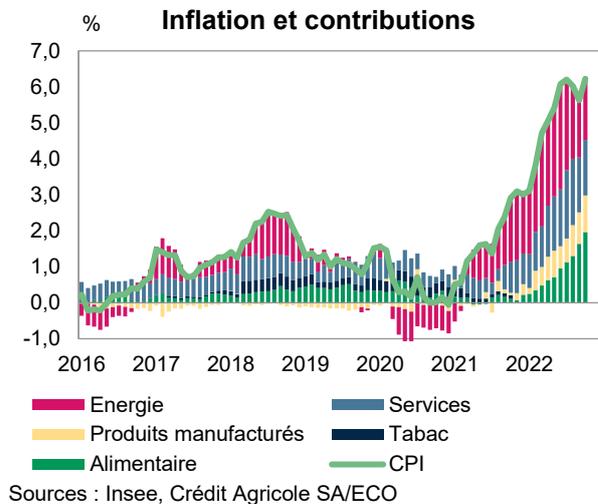
En fait, dans certaines zones, les États-Unis ont reformé des alliances mais, dans beaucoup d'autres, ce sont les logiques de l'autonomie des acteurs et des ententes à la carte qui l'emportent. Il sera délicat, dans beaucoup d'endroits du monde, de déployer la stratégie de sécurité nationale telle que décrite aujourd'hui par les Américains.

Zone euro

France : l'inflation repart à la hausse en octobre, le PIB ralentit au T2

L'inflation a atteint un nouveau sommet et est en hausse de 6,2% sur un an au mois d'octobre après deux mois de baisse. En détail, les prix de l'énergie repartent à la hausse. La grève dans les raffineries a entraîné des pénuries et une hausse des prix du carburant notamment. Alors que les prix de l'énergie étaient en baisse depuis trois mois, ils progressent de 5,9% sur un mois en octobre. Un effet probablement temporaire.

La diffusion de la hausse des coûts des biens intermédiaires et des matières premières se poursuit en revanche sur la plupart des biens. La hausse du prix des biens alimentaires s'accélère et atteint +11,8% sur un an. Le prix des biens manufacturés continue également de progresser, bien qu'à un rythme plus faible. Enfin, l'inflation se stabilise dans les services à 3,2% sur un an.



✓ Notre opinion – *Les pressions inflationnistes vont continuer de peser sur la croissance au cours des prochains mois. Déjà, au troisième trimestre, la croissance du PIB ralentit à +0,2% par rapport au trimestre précédent, contre +0,5% au T2, malgré un investissement des entreprises particulièrement dynamique. En effet, la consommation des ménages stagne. La consommation en services progresse légèrement, mais est compensée par une baisse de la consommation de biens alimentaires dont les prix continuent de s'envoler. Si nous maintenons notre prévision de croissance à +2,6% pour l'ensemble de l'année 2022, un net ralentissement de la croissance est attendu en fin d'année et en début d'année 2023. Pour en savoir plus retrouvez notre [Flash PIB T3](#) paru ce jour.*

BCE : la banque centrale ne relâche pas son « contrôle robuste » sur l'inflation

La BCE a augmenté les trois taux d'intérêt directeurs de la BCE de 75 points de base, relevant ainsi les taux d'intérêt des opérations principales de refinancement, de la facilité de prêt marginal et de la facilité de dépôt à respectivement 2,00%, 2,25% et 1,50%.

Elle juge ce troisième relèvement consécutif des taux directeurs comme important et estime qu'elle a retiré une part substantielle du caractère accommodant de l'orientation de la politique monétaire. Cependant elle prévoit de continuer de relever les taux d'intérêt directeurs, pour assurer le retour au plus tôt de l'inflation vers son objectif de 2% à moyen terme.

L'inflation en zone euro à 9,9% sur un an en septembre est encore très éloignée de la cible et la BCE juge que les risques sont encore orientés à la hausse. Dans le court terme, les prix au détail de l'énergie vont exercer une poussée à la hausse sur l'inflation. L'objectif affirmé de la BCE reste celui de réduire le soutien à la demande espérant réduire le support pour la croissance des prix des biens non énergétiques et des services. Mais elle est consciente que le délai avec lequel ces effets pourront se manifester joue contre elle, même si des

signes de ralentissement des prix des matières premières non énergétiques sont déjà visibles au fur et à mesure qu'on assiste au dénouement des goulets d'étranglement. Elle va donc devoir poursuivre sa remontée des taux avant que le ralentissement, désormais évident de l'activité, puisse se traduire par un ralentissement de la hausse des prix.

Notre scénario qui prévoit deux hausses supplémentaire des taux en décembre (50 pb) et en février 2023 (25 pb) semble davantage conforté par les doutes nourris par les membres du Conseil des gouverneurs les plus adverses à l'inflation sur la capacité de la moindre demande agrégée à freiner l'inflation. En effet, le choc d'offre lié à la crise ukrainienne peut s'accompagner d'arrêts de production, de mesures d'économie d'énergie, mais aussi de défaillances d'entreprises susceptibles de réduire le niveau d'activité. La baisse de la demande n'aurait que peu d'influence sur l'inflation face à une baisse concomitante de l'activité.

Après ces deux hausses, la BCE pourra commencer à observer l'impact de sa politique monétaire sur l'activité et sur l'inflation. Si son taux directeur est désormais proche de ce qui, selon le guidage passé

de la BCE représentait la borne inférieure de la zone du taux neutre, elle s'est dite néanmoins prête à dépasser ce dernier si c'est nécessaire pour ramener l'inflation à sa cible. Les risques qui pèsent sur l'inflation à moyen terme continuent de guider

son action : des effets de second tour, une spirale prix-salaires (à laquelle la BCE ne croit pas beaucoup) et surtout un désencrage des anticipations d'inflation.

☑ Notre opinion – *Le dilemme pour la BCE pourrait être en partie résolu par la décision du Conseil européen du 20 octobre qui a validé la proposition de la Commission d'un nouvel indice de référence du prix du gaz, complémentaire au TTF, qui devrait voir le jour d'ici le début de l'année 2023 et, à court terme, d'un corridor de prix dynamique temporaire pour les transactions sur le gaz naturel qui devrait limiter immédiatement les épisodes de prix du gaz excessifs.*

Enfin, la Commission a reçu le mandat de présenter un cadre temporaire visant à plafonner le prix du gaz utilisé dans la production d'électricité. Ces mesures devraient contenir la hausse du prix du gaz et surtout sa diffusion à l'ensemble des prix. Ces politiques de régulation peuvent jouer un rôle pour compléter efficacement le policy-mix, même si elles interviendront trop tard pour éviter les prochaines hausses de taux attendues en décembre (50 pb) et en février (25 pb).

Elles peuvent aussi soulager la politique budgétaire qui peut se concentrer sur des mesures plus ciblées de contraste à l'inflation la détournant des mesures d'ample soutien à la demande qui s'opposent à l'objectif de la BCE de ralentir cette dernière.

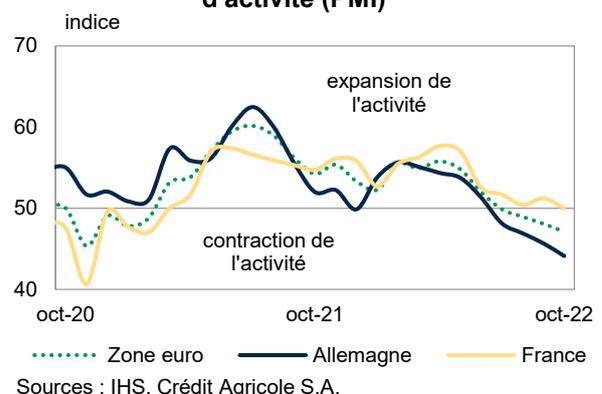
👉 Zone euro : les enquêtes PMI pointent vers une récession au quatrième trimestre

L'indice PMI composite de la zone euro a reculé au mois d'octobre pour le sixième mois consécutif pour s'établir à 47,1 points, s'enfonçant en zone de contraction pour le quatrième mois consécutif. En dehors de la période couvrant la crise sanitaire, il faut remonter à avril 2013 pour retrouver un tel niveau de contraction de l'activité. Ce repli résulte d'une accélération du recul de l'activité industrielle (46,6 points), mais également des services (48,2 points). L'intensification des pressions inflationnistes déprime davantage la demande, tandis que la hausse des coûts énergétiques oblige les industries les plus énergivores à réduire leur production pour rester rentables. Les nouvelles commandes se sont contractées plus fermement (45 points) pour atteindre leur plus bas niveau depuis 2012, tandis que les commandes à l'exportation franchissent un nouveau plancher (41,9 points).

La ventilation par pays signale un recul marqué de la croissance allemande (44,1 points) fortement impactée par le repli de l'activité industrielle notamment dans l'industrie chimique et plastique, tandis que l'activité française semble stagner sous l'effet de l'activité des services qui ralentit tout juste mais demeure en expansion, alors que l'industrie se contracte plus fortement. L'indice du climat des affaires allemand ressort quant à lui en stagnation au mois d'octobre en raison de moindres tensions sur les pénuries de produits intermédiaires qui

redonnent un peu de marge de manœuvre à la production, même si les entreprises continuent de faire face à la montée des prix de l'énergie. Cette relative accalmie ne devrait pas empêcher l'Allemagne d'éviter une récession au deuxième semestre. Une inflation supérieure à 10% provoque en effet un effondrement du pouvoir d'achat réel des consommateurs qui n'est pas compensé par les subventions publiques mises en place pour atténuer ce choc. De surcroît, les entreprises les plus énergivores déclarent avoir réduit leur production de 8% depuis février en raison de problèmes de rentabilité liée aux coûts de production, un frein difficile à lever rapidement dans le contexte de dépendance énergétique élevée du pays.

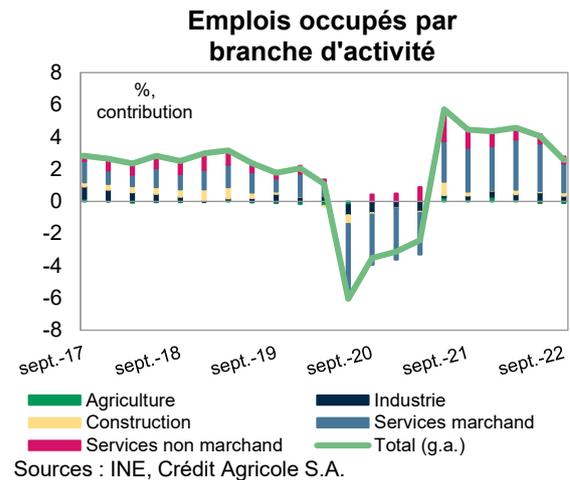
Zone euro : Indices composites d'activité (PMI)



☑ **Notre opinion** – La croissance en zone euro semble s'orienter vers un recul au quatrième trimestre, comme le sous-entend l'indice PMI composite qui pointe vers un repli estimé de -0,2% au trimestre prochain. Les pressions inflationnistes pèsent lourdement sur le pouvoir d'achat des ménages et les industries énergivores, obligées de réduire leur production pour rester rentables. Les perspectives d'activité à six mois semblent également plus pessimistes qu'au mois précédent, l'effet inflationniste s'accroissant jusqu'en fin d'année. La hausse des taux d'intérêt directeur de la BCE devrait freiner davantage la demande et la réduction des prix de l'énergie pouvant desserrer l'étau de la consommation et de la production n'est pas garantie d'ici la fin de l'année, ni même dans tous les pays membres de l'Union.

👉 **Espagne : ralentissement de l'emploi au T3**

Selon l'enquête sur la population active, le rythme de croissance de l'emploi a montré une dynamique plus modérée au troisième trimestre 2022, avec une hausse de 2,6 % en glissement annuel, après 4 % au deuxième trimestre. En termes trimestriels corrigés des variations saisonnières, une première légère baisse de l'emploi est visible (-0,1%), après les gains continus depuis l'été 2020. L'analyse par branche d'activité montre qu'en glissement annuel, l'emploi a ralenti dans les services marchands et l'industrie, tandis que, l'analyse par type de contrat, signale le dynamisme de l'emploi des salariés permanents (11%) et le fort recul des salariés temporaires (-20,2%). L'augmentation de la population active s'est modérée à 0,3% sur un an et le taux de chômage a interrompu sa baisse, passant à 12,7% (12,5% au T2), bien qu'il reste encore inférieur de 1,9 pp au niveau d'il y a un an.



☑ **Notre opinion** – La baisse de l'emploi temporaire, observée depuis l'entrée en vigueur de la réforme du marché de l'emploi, s'est accentuée. Ainsi, le nombre de salariés en CDI a augmenté de 444 300 personnes (11% sur un an), tandis que celui des salariés en CDD a diminué de 345 000 (-20,2% sur un an). L'emploi indépendant a de nouveau reculé de 21 600 personnes (-0,9 % sur un an), après avoir baissé au premier semestre. Les tensions inflationnistes et la baisse de l'activité tirée par l'affaiblissement de la demande domestique suggèrent une modération de la réduction du taux de chômage : nos prévisions le situent à 13,3% en 2022 et 13,1% en 2023.

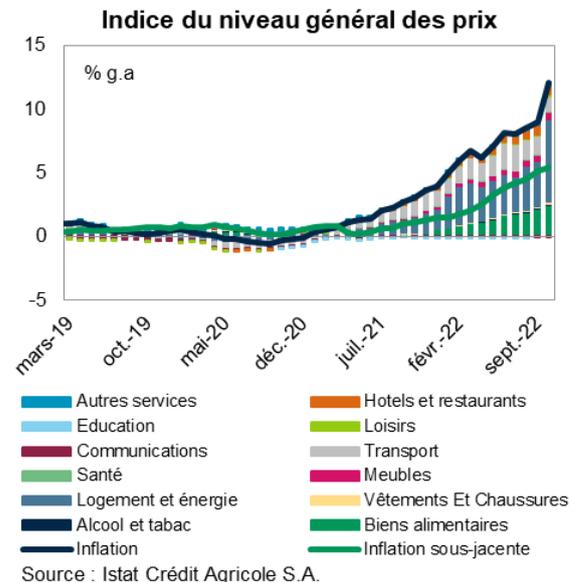
Italie : inflation d'octobre, a-t-on atteint le pic ?

L'inflation a franchi un nouveau palier en octobre. L'accélération des prix de l'énergie a fait bondir le niveau général des prix de 3,5% par rapport au mois précédent, portant l'inflation en glissement annuel à 11,9%, soit son plus haut niveau depuis 1984. Elle avait atteint 8,9% en septembre.

Après le léger repli du mois d'août, les prix des biens énergétiques ont de nouveau accéléré, enregistrant une hausse de +73,2% en glissement annuel sous la pression cumulée des prix des biens réglementés (de +47,7% à +62,1%) et non réglementés (de +41,2% à +79,5%). Le rebond de l'inflation a également concerné les prix des biens alimentaires qui ont crû de 11,4% en septembre à 13,1% en octobre. La hausse touche aussi bien les biens alimentaires transformés (de +11,4% à +13,4%) que non transformés (de +11,0% à +12,9%).

Les effets de contagion aux autres catégories de biens se poursuivent. Les prix des biens augmentent de 4% en septembre à 4,5% en octobre. La hausse concerne toute les catégories, passant de +4,6% à +5,1% pour les biens durables, de +4,6% à +5,2% pour les biens non durables et +2,8% à +3,2% pour les biens semi-durables. À l'inverse, les prix des services décélèrent (de +3,9% en septembre à +3,7%), en partie grâce au ralentissement lié à des facteurs saisonniers des prix des services récréatifs (+5,7% en septembre à +5,1%

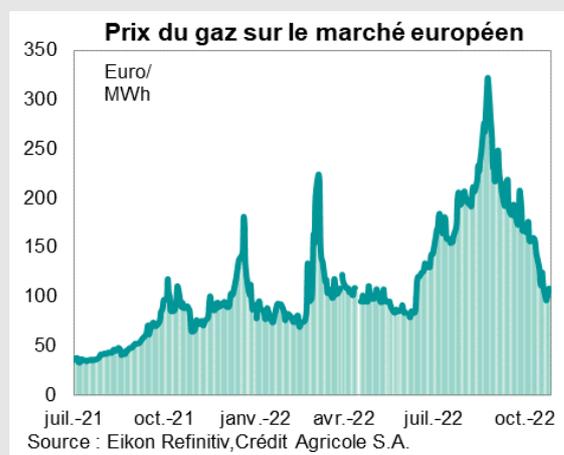
en octobre) et des prix des services d'hébergement (de +16,0% à +12,4%, soit -6,0% sur une base mensuelle). En dépit de cette légère décélération dans les services, l'inflation sous-jacente continue de progresser, passant de +5,0% à +5,3%. L'acquis pour l'année 2022 a augmenté également à 8% pour l'indice générale des prix et de 3,7% pour l'inflation sous-jacente.



Notre opinion – La hausse des prix énergétiques était en partie anticipée par les opérateurs du secteur. L'Arera (Autorité chargée de l'électricité, du gaz et de l'eau) avait en effet annoncé fin septembre, un relèvement des tarifs réglementés pour l'électricité de +59% pour le quatrième trimestre 2022). Elle reste cependant nettement en deçà des prix constatés pour le mois d'octobre par l'Istat, qui note une hausse +91,5% des prix régulés de l'électricité. La hausse est d'autant plus marquée en ce qui concerne le marché libre de l'électricité qui enregistre une croissance des prix de 329% en glissement annuel.

Cette flambée est imputable à des facteurs transitoires ce qui explique la prévision de l'Arera. En effet, la période de septembre octobre a été marquée par des contraintes d'offre sur le marché de l'électricité européen dues aux faibles niveaux de production du nucléaire français, ainsi qu'aux conséquences de la sécheresse estivale qui a non seulement entraîné une baisse de la production hydroélectrique, mais a également limité la production de certaines centrales dans le bassin du Pô.

Pour ce qui est du gaz, l'Arera n'a pas donné d'indications officielles sur le prix mais a annoncé avoir modifié sa méthode de calcul, afin de mieux prendre en compte les évolutions des cours. À partir de novembre, les prix réglementés du gaz seront donc revus sur une base mensuelle et basés sur le prix de gros du marché italien (Virtual Trading Point italien - Psv) et non plus sur le TFF (Indice spot sur le marché européen). L'Arera a néanmoins indiqué aux fournisseurs un nouveau prix au kilowatt/heure servant de point de référence pour les factures d'octobre fixé à 1,96 € le mètre cube, contre 1,14 € soit une hausse de 70%. Le tarif n'étant pas définitif, il sera revu en début de mois. Cela devrait entraîner une très probable révision des chiffres d'inflation au cours du mois d'octobre.



La prise en compte mensuelle des cours du gaz devrait néanmoins jouer favorablement sur les prix du gaz régulés en cas de ralentissement des cours. C'est ce qu'anticipent les autorités pour le mois de novembre. En effet, les mesures prises par la Commission semblent déjà montrer leurs premiers effets sur le cours du gaz qui a baissé 40% par rapport à la première semaine d'octobre. Sur l'électricité, les professionnelles du secteur s'attendent également à une baisse des prix qui devrait se matérialiser sur les factures à partir du mois de janvier.

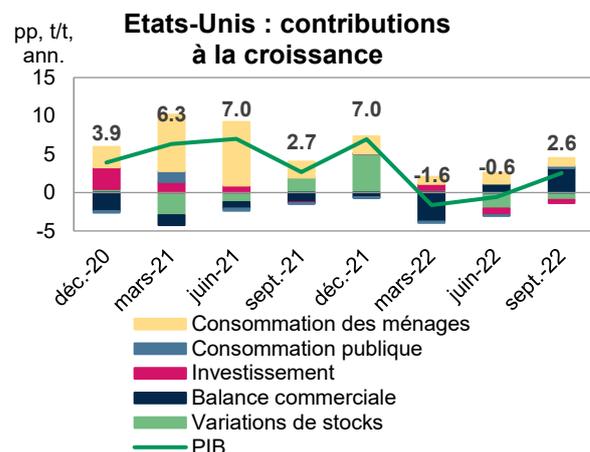
États-Unis

L'économie américaine a renoué avec la croissance au troisième trimestre

Selon l'estimation préliminaire du Département du Commerce, l'économie américaine a crû de 2,6% en variation trimestrielle annualisée au troisième trimestre après deux trimestres de croissance négative (-1,6% au premier trimestre et -0,6% au deuxième). Ce rebond reflète surtout une contribution significative du commerce extérieur (2,8 points) grâce à une hausse des exportations et une baisse des importations, tandis que la consommation des ménages a décéléré, augmentant de 1,4%, après 2% au deuxième trimestre. L'investissement privé non résidentiel a contribué modestement (+0,5 point) à la croissance (toujours en variation trimestrielle annualisée) grâce à une accélération par rapport au deuxième trimestre (+3,7%, après +0,1%). La composante relative aux dépenses publiques de consommation et d'investissement affiche également un rebond (+2,4% après cinq trimestres de baisses consécutives), à raison notamment d'une hausse des dépenses pour la défense, et contribue pour 0,4 point à la croissance du PIB. Ces contributions positives ont été partiellement compensées par une contribution négative des variations de stocks privées (de -0,7 point) et un repli prononcé de l'investissement résidentiel (-26,4%).

Si le rebond de l'activité confirme que l'économie américaine n'est pas actuellement en récession, cela n'écarte pas le risque de récession à court terme. Le rebond solide du PIB sur le trimestre masque un affaiblissement de la demande sous-jacente. Le ralentissement de la consommation des ménages est tiré par une décélération de la consommation de services et par la poursuite de la baisse des dépenses en biens. L'investissement

privé non-résidentiel continue d'être tiré à la baisse par l'investissement en infrastructures, qui s'effondre pour le sixième trimestre consécutif, tandis que la baisse des commandes de biens durables suggère que cette tendance négative devrait se poursuivre dans les prochains mois. Cela a laissé les ventes finales aux acheteurs domestiques privés en légère hausse de seulement 0,1%, en ralentissement pour le troisième trimestre consécutif. Par ailleurs, l'indice de confiance des consommateurs du *Conference Board* pour le mois d'octobre a chuté un peu plus que prévu à 102,5 contre 107,8 en septembre, après avoir augmenté au cours de chacun des deux derniers mois, reflétant à la fois une détérioration de la situation actuelle (baisse de l'indice à 138,9, contre 150,2 en septembre) et des anticipations des ménages (baisse de l'indice à 78,1, contre 79,5).



Sources : BEA, Crédit Agricole S.A.

☑ Notre opinion – L'économie américaine devrait continuer de croître au quatrième trimestre, mais moins qu'au troisième trimestre, avant de subir une légère récession au premier semestre de l'année prochaine. En effet, la poursuite du resserrement monétaire sur fond d'inflation toujours très élevée devrait peser de plus en plus sur la demande. La Réserve fédérale devrait de nouveau augmenter ses taux directeurs de 75 points de base à l'issue de sa réunion du FOMC des 1 et 2 novembre prochains, portant la fourchette-cible des taux des Fed funds à 3,75-4,00%. Ce mouvement est largement anticipé et l'attention se portera sur le guidage relatif aux hausses de taux à venir. Il est tout à fait probable que la Fed signale un éventuel ralentissement de ses hausses de taux dès le mois de décembre, comme certains commentaires de membres de la Fed l'ont déjà suggéré, en raison des signaux grandissants de ralentissement de l'économie et d'un pic de l'inflation qui pourrait être derrière nous (l'inflation CPI s'est stabilisée à 8,2% en septembre, contre un plus haut à 9% en juin). Ainsi, nous anticipons actuellement un relèvement de 50 points de base en décembre, suivi d'une hausse de 25 points de base lors de la première réunion en 2023, avant que les taux ne restent inchangés pour le reste de 2023, la borne supérieure s'établissant à 4,75%. Cela dit, la Fed restera dépendante de l'évolution des données économiques à venir. En particulier, les indicateurs d'inflation pourraient modifier cette trajectoire, avec des risques orientés à la hausse.

Pays émergents

Asie

👉 Chine : la publication des chiffres de croissance n'éteint pas les inquiétudes du marché

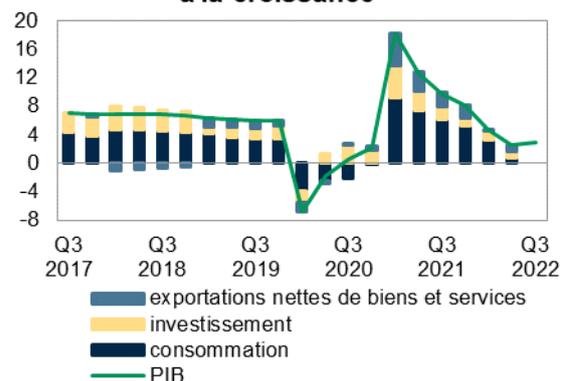
Les marchés ont été peu convaincus par la démonstration de Xi Jinping qui s'est assuré les pleins pouvoirs au sein du comité permanent en nommant ses fidèles, dont Li Qiang, jusqu'ici secrétaire du PCC à Shanghai, qui devrait devenir son prochain Premier ministre.

Les bourses de Hong Kong, Shanghai et Shenzhen ont ainsi décroché au lendemain des annonces. Les investisseurs traduisent leur inquiétude de voir de nouveaux resserrements réglementaires se produire, notamment dans le secteur de la tech. Les entreprises technologiques (Alibaba, Tencent, Meituan) ont d'ailleurs enregistré les chutes les plus lourdes.

Autre inquiétude : que la stratégie zéro-Covid, si coûteuse en termes d'activité, ne se poursuive encore longtemps. Un scénario de plus en plus plausible, tant il est maintenant indissociable de la personne de Xi Jinping, qui en a plusieurs fois loué les bénéfices lors de son discours inaugural.

bonne nouvelle, car cela signifie que la consommation reste atone, un constat confirmé par les ventes au détail qui ont nettement ralenti en septembre (2,5% en glissement annuel, après 5,4% en août), sur fond de confinements locaux.

Chine : contributions à la croissance

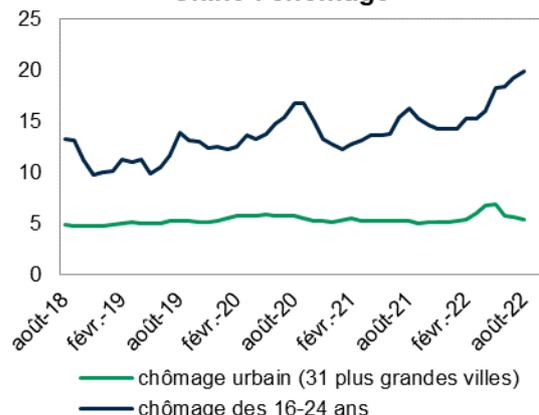


Sources : nationales

Le mois d'octobre ne s'annonce pas franchement meilleur sur ce plan : les premières données liées à la *Golden Week* (1-7 octobre) sont décevantes, avec une fréquentation des cinémas en baisse, et des déplacements touristiques entre provinces toujours très limités par les mesures sanitaires.

Autre spectre qui continue de peser sur la demande, le chômage des jeunes, qui commence à ralentir après avoir frôlé les 20% en juillet, mais demeure à un niveau très élevé (17,9% en septembre).

Chine : chômage



Source : Crédit Agricole S.A.

Bourse



Source : SSE

La publication – attendue car repoussée sans justification d'une semaine – des chiffres d'activité du troisième trimestre n'ont pas permis de dissiper les doutes.

Certes, les chiffres de croissance sont meilleurs que ceux anticipés par le consensus : 3,9% en glissement annuel, 3% de croissance cumulée depuis janvier. Un peu d'air bienvenu après les 0,4% du catastrophique deuxième trimestre, pas assez pour se rapprocher de la cible initiale de 5,5% de croissance en 2022.

Et surtout, comme au deuxième trimestre, les contributions à la croissance demeurent – trop – équilibrées : 1,2 point de pourcentage (pp) pour la consommation, 0,8 pp pour l'investissement, 1 pp pour le commerce extérieur. Cela n'est pas une

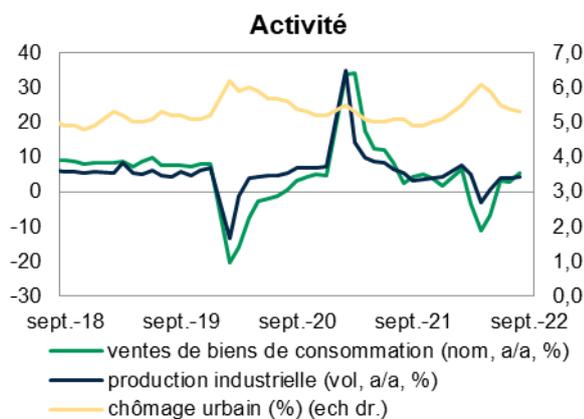
C'est donc sur les exportations que repose encore principalement l'activité. Ces dernières commencent aussi à ralentir (5,7% en septembre en glissement annuel), mais continuent d'alimenter un solde commercial toujours plus élevé (903 milliards de dollars en septembre, contre 635 Mds en septembre

2021), alors que les importations stagnent (0,3% en septembre en glissement annuel, comme en août).

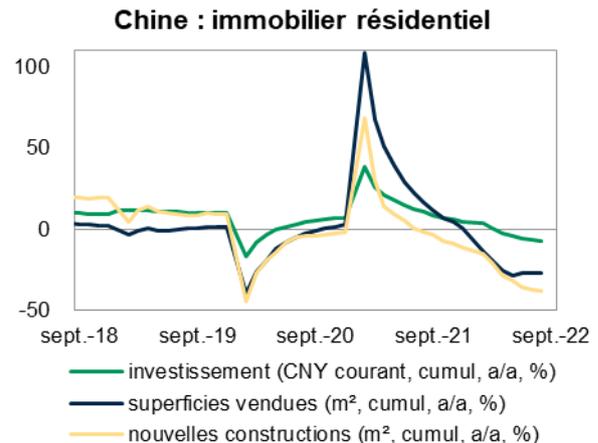
La production industrielle a pourtant progressé rapidement (6,3% en septembre en glissement annuel), ce qui ne cadre pas très bien avec le reste des indicateurs. Cela peut traduire des phénomènes de stockage, auquel cas un renversement de la courbe pourrait vite se matérialiser, ou bien une accélération de la demande publique, une réponse classique des autorités chinoises dans les phases de ralentissement du cycle. Un sentiment confirmé par les chiffres de l'investissement public dans les infrastructures (8,3% en septembre en glissement

annuel), destiné à soutenir la production de ciment et d'acier, secteur traditionnel de surcapacités en Chine.

Des surcapacités qui ne sont encore loin de retrouver leur débouché naturel dans le secteur immobilier. Les mises en chantier continuent de se contracter, et sont en recul de près de 40% par rapport à janvier. Les ventes commencent tout juste à se stabiliser à un niveau très bas (-25% depuis janvier) car les acheteurs craignent toujours que les difficultés financières des promoteurs ne les empêchent de mener les chantiers à terme.



Source : NBS



Source : NBS

Notre opinion – Mois après mois, le modèle de croissance chinois continue de se déséquilibrer. Avec un secteur immobilier à l'arrêt, le recours aux politiques traditionnelles, qui avaient jusqu'ici toujours permis de soutenir le cycle en phase de retournement, ne fonctionne plus. Les rares mesures de soutien à la consommation ne concernent qu'une partie infime de la population : avec 600 millions de Chinois vivant avec moins de 200 euros par mois, les subventions à l'achat de véhicules électriques ne vont pas résoudre la crise de confiance qui s'installe progressivement chez les consommateurs.

La poursuite sans fin de la stratégie zéro-Covid et le chômage des jeunes empêchent toujours une large frange de la population de se projeter avec optimisme dans l'avenir et de libérer une partie de leur épargne de précaution. Or, alors qu'une récession est annoncée dans les économies avancées, c'est sur son marché intérieur que la Chine devrait compter.

Amérique latine

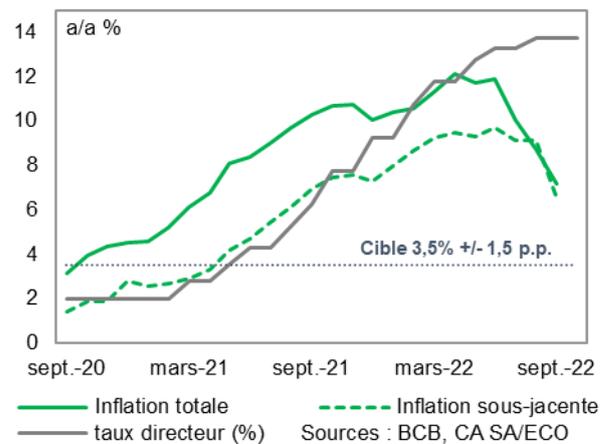
Brésil : pause monétaire prudente

Le comité de politique monétaire de la banque centrale (BCB) a unanimement décidé de maintenir le taux Selic inchangé à 13,75%. Cette décision attendue par les marchés est motivée par des facteurs externes et internes. L'environnement international reste défavorable et volatil : révisions à la baisse de la croissance dans un contexte inflationniste, hausse de la volatilité des actifs financiers, resserrement des conditions financières mondiales. La BCB note, en particulier, une plus grande sensibilité des marchés aux fondamentaux budgétaires (y compris dans les pays avancés) et avance que ces évolutions justifient une attention particulière des pays émergents. Sur le plan domestique, bien qu'une croissance plus modérée se profile et que l'inflation totale ait récemment reculé, elle reste trop élevée, tout comme l'inflation sous-jacente reste supérieure à ce que requiert la cible.

Malgré le reflux récent (dû aux composantes plus volatiles et affecté par des mesures fiscales), la BCB insiste sur les risques haussiers dus notamment à la persistance de l'inflation au niveau mondial, à l'incertitude de la trajectoire budgétaire et à l'écart de production moins élevé que prévu (en particulier sur le marché du travail). Selon son scénario de référence³, ses prévisions d'inflation (fin d'année)

s'établissent à 5,8% pour 2022, 4,8% pour 2023 et 2,9% pour 2024. Par ailleurs, la BCB a décidé de mettre à nouveau l'accent sur l'horizon de six trimestres : un horizon jugé pertinent, car il atténue les effets primaires des modifications fiscales, mais intègre leurs effets de second tour. À cet horizon (deuxième trimestre de 2024), la prévision d'inflation est de 3,2 %. Enfin, la BCB juge que l'incertitude entourant les prévisions (et leurs hypothèses) est plus élevée que d'habitude.

Brésil : inflation et taux



☑ Notre opinion – La décision de la BCB et la vigilance dont elle fait preuve sont amplement motivées. Même si la BCB ne peut pas agir sur l'inflation émanant de l'offre, elle peut influencer sur la façon dont celle-ci se répercute et se diffuse. Elle peut aussi atténuer l'inflation importée en tentant de promouvoir la stabilité du change (même si c'est un objectif implicite). Par ailleurs, l'inflation domestique reste trop élevée : la BCB peut agir sur les facteurs de demande à l'origine de ce « surcroît » d'inflation mais le processus de transmission de la politique monétaire est assez lent. Donc, « First In » ne signifie pas « First Out » : la BCB conservera durablement un ton « hawkish » et n'hésitera pas à avoir recours à de nouvelles hausses. Tant que le reflux de l'inflation ne sera pas fermement acquis, tant que l'orientation de la politique budgétaire ne sera pas clarifiée, la BCB ne baissera pas la garde.

³ Dans ce scénario de référence, la trajectoire des taux d'intérêt est extraite de l'enquête Focus (Selic à 13,75% en 2022, 11,25% en 2023, 8% en 2024) ; le taux de change part d'un

cours de change de 5,25 USD/BRL et évolue selon la parité de pouvoir d'achat.

Moyen-Orient et Afrique du Nord

Égypte : accord *a minima* avec le FMI et nouvelle dévaluation de la livre

Les autorités égyptiennes viennent de conclure un accord très attendu avec le FMI pour un programme d'aide *a minima* de 3 milliards de dollars.

Simultanément à cette annonce, la Banque centrale a dévalué la livre égyptienne à 23 par dollar, au niveau du cours du marché gris observé sur place. Après la dépréciation de la livre de 20% depuis mars dernier, la dévaluation totale de la devise égyptienne depuis le déclenchement de la guerre en Ukraine atteint donc 34%. Le décrochement brutal de la livre reste donc inférieur par son ampleur de celui de fin 2016 qui avait atteint 50%. Il devrait permettre de protéger le stock de réserves en devises qui était tombé au plus bas à moins de cinq mois d'importations cet été.

En conséquence, la prime de risque (CDS à cinq ans) s'apaise un peu à 11,3%, les marchés actant le soutien financier du Fonds et un accord sur l'évolution du régime de change.

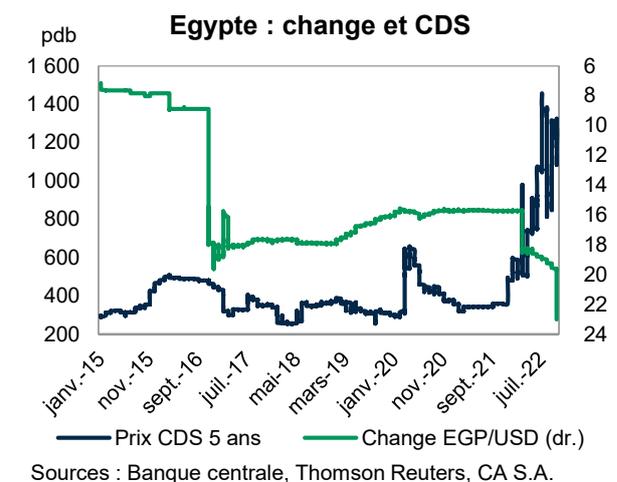
Effectivement, sous l'impulsion de son nouveau gouverneur, Hassan Adballah, la Banque centrale (CBE) vient d'annoncer une évolution de sa politique monétaire et de son régime de change et l'adoption d'un régime de change flottant, répondant ainsi à une demande récurrente du Fonds pour une flexibilité accrue du cours de la livre égyptienne aux lois de l'offre et de la demande. Il semble encore prématuré de confirmer le mode de fonctionnement de ce nouveau régime. Mais la CBE annonce la fin du fonctionnement des couvertures de change par lettre de crédit et la création d'un véritable marché à terme de la devise. Les modalités concrètes de cette nouvelle organisation sont encore inconnues.

Les taux directeurs ont par ailleurs été relevés de 200 pdb (2%), afin de tenir compte de l'inflation qui a atteint 15% en septembre.

Une des conséquences relativement indésirables de la chute de la devise à court terme est d'ailleurs une relance de l'inflation importée au cours des prochains mois. Celle-ci devrait rester entre 15% et 18%

au dernier trimestre de 2022 et s'établir à 13,3% en moyenne pour l'ensemble de l'année 2022.

Une probable réduction des importations est aussi attendue dans les prochains mois en raison de leur renchérissement, ce qui devrait améliorer marginalement la balance commerciale. La dévaluation va aussi aider au retour des IDE. Les investisseurs étrangers étaient en position d'attente, un ajustement du change permettant des achats d'actifs à des prix « décotés » plus favorables.



De son côté, le plan d'aide du FMI, de 3 milliards de dollars, semble modeste en montant. Il devrait être complété par une aide supplémentaire de 1 Md USD et d'un autre soutien parallèle de 5 Mds USD de la part d'« institutions internationales », selon le communiqué des autorités. Au total, la somme des trois plans FMI récents cumulés s'établit à 23 milliards de dollars, soit 5,7% du PIB. Un montant très contenu hors aides bilatérales des pays du Golfe.

Après cette aide du FMI, le montant de la dette externe représente encore le ratio très élevé de 4,3 fois celui des réserves en devises.

✓ Notre opinion – Ces événements récents sont riches d'enseignements. D'une part, dans ses relations avec le FMI, le montant très contenu de l'aide illustre une nouvelle fois la méfiance des autorités locales envers les conditionnalités exigées par le Fonds et sa farouche volonté de garder son indépendance dans sa politique économique. D'autre part, la politique monétaire fait preuve de plus de réalisme et de pragmatisme propre à rassurer les milieux d'affaires. La création d'un marché des changes pourrait effectivement assurer une meilleure prévisibilité économique pour le pays. Enfin, le recours systématique aux dévaluations de la livre et aux espoirs de redressement de la croissance du PIB pour réduire les graves déséquilibres macro-économiques est désormais insuffisant et le pays doit engager des réformes structurelles profondes pour réduire sa vulnérabilité. À ce stade, les annonces faites parallèlement au plan d'aide restent encore assez floues sur les décisions et les moyens mis en œuvre pour améliorer l'équilibre du développement.

Europe centrale et orientale, Asie centrale

Arménie : le domino caucasien

L'Arménie fait partie des pays qui sont en première ligne du choc de la guerre en Ukraine, et pour plusieurs raisons : d'une part, cela a rallumé le conflit avec l'Azerbaïdjan (en septembre, 286 personnes ont été tuées dans de nouveaux affrontements) ; d'autre part, la macro-économie arménienne est sous pression, car très dépendante de la Russie ; ensuite, l'afflux de nombreux Russes distord des pans entiers de l'économie locale ; enfin, les grandes manœuvres géopolitiques régionales, bien sûr de la Russie, mais aussi de la Turquie et de l'Iran, conditionnent l'avenir du pays.

Erevan est donc sous observation des agences de notation, mais jusqu'à présent, le pays tient bon en termes de rating souverain, notamment parce que sa dette publique (60% en 2021) est tenue à 80% par des multilatéraux, avec une longue maturité et une faible charge d'intérêt (pas plus de 10% des revenus fiscaux). Quant aux réserves, elles augmentent régulièrement, à six mois d'importations en juin dernier. Enfin, en comparaison avec les autres pays de la région, l'Arménie est plutôt un bon élève en matière de lutte contre la corruption et garde la confiance des institutions internationales.

Néanmoins le choc est rude, à court comme à long terme. Il est d'abord géopolitique et c'est le principal point d'ombre des évaluations de risque sur ce pays. Il est très difficile de savoir si le processus de paix avec Bakou peut aboutir, tant les incidents sont nombreux et meurtriers. Une rencontre tripartite entre Moscou, Erevan et Bakou, vient néanmoins d'être annoncée, la semaine prochaine à Sotchi, et ce serait un grand *come-back* inattendu de la Russie, qui avait été le médiateur du cessez-le-feu mal ficelé de 2020 – et dont les troupes d'interposition sont basées entre les deux pays. Impossible aussi de cerner clairement les intentions turques, bien qu'un rapprochement diplomatique et une réouverture des frontières avec l'Arménie soient des signaux encourageants. Par ailleurs, Erdogan, en visite à Bakou, vient aussi de déclarer qu'une normalisation des liens entre Bakou et Erevan serait une « opportunité » pour la relation Arménie-Turquie, bien que les deux processus

doivent être vus séparément. Enfin, momentanément privée de son protecteur russe, l'Arménie n'a pas encore gagné une autre protection solide, capable de freiner le conflit, malgré le voyage de N. Pelosi ou les déclarations de la France. En interne, les tentatives de paix de N. Pachinian sont d'ailleurs encore assez mal perçues par une partie de la population.

Le choc s'annonçait également très rude pour l'économie qui cependant, résiste plutôt bien. En effet, tout expose l'Arménie à des difficultés. Tout d'abord un déficit courant (de l'ordre de -4% du PIB) gonflé par les importations énergétiques et alimentaires. Par ailleurs, une dépendance à la Russie qui passe à la fois par les échanges commerciaux (30% des exportations), les investissements directs (40% faits par des Russes en 2021) ou les revenus des travailleurs à l'étrangers (sur les 15% du PIB arménien que cela représente, 68% venaient de Russie au deuxième trimestre 2022). Mais la croissance a néanmoins été portée par la construction, la demande et les investissements. Elle devrait être de l'ordre de 5% sur l'année. Et surtout, l'arrivée massive de Russes a eu un effet positif inattendu sur le commerce de détail et le tourisme, ainsi que pour le secteur IT dont le nombre de travailleurs qualifiés a augmenté de 60% sur un an ! Les créations d'entreprises se multiplient et cela représente déjà 26% des exportations... Néanmoins, la consommation des Russes pousse aussi l'inflation à la hausse, à 9,4% en juillet. Quant au dram, il s'est apprécié dans le sillage du rouble, mais il devrait se déprécier dans les mois à venir, et l'économie reste évidemment très vulnérable au risque de change, avec des dépôts bancaires encore pour moitié en devises.

Au final, l'Arménie résiste pour l'instant au choc macro-économique, mais son rating est contraint par une géopolitique de guerre. À moyen terme, il va aussi falloir que ce pays réoriente une partie de son modèle de croissance pour réduire ses liens avec une Russie qui s'affaiblit.

☑ Notre opinion – *La petite et vaillante Arménie est au centre d'un échiquier régional qui cherche à définir en même temps ses frontières et sa stabilité. Il est clair que la guerre en Ukraine est un facteur très accélérateur de cette recomposition géopolitique locale, car tous les États régionaux sont à présent dans une logique opportuniste et/ou défensive, s'ils se sentent menacés. Quant à la Russie, elle essaie de reprendre la main, tandis que la Turquie essaie de prendre plus de place... Mais au bout du compte, si les rencontres à haut niveau qui se dessinent débouchent sur quelque chose d'un peu plus solide que ce qui avait été conclu en 2020, ce serait un signal très important, bien au-delà du Caucase. Car, derrière l'évolution très lente, et conflictuelle, des relations de l'Arménie avec ses voisins, se dessine peut-être l'idée d'un équilibre de sécurité stratégique régional qui pourrait être accepté par tous les acteurs. Plus précisément : qui n'existera que s'il est accepté par tous les acteurs. L'idée d'équilibre stratégique régional*

n'est évidemment pas un terme neutre, mis en regard avec la guerre si proche en Ukraine. Mais ce n'est pas un terme neutre vis-à-vis de ce qui se passe dans le monde entier : ainsi, partout, les équilibres de sécurité régionaux doivent être revus, établis, négociés, acceptés. Partout, les plaques tectoniques de la puissance, en train de bouger, entraînent une révision des rapports de force locaux. Au fond, la petite et vaillante Arménie, au centre de son domino caucasien ancien, séduisant et dangereux, reflète dans son espace propre les convulsions de cette grande histoire.

Afrique sub-saharienne

République démocratique du Congo : budget 2023 ambitieux mais réaliste

Le projet de loi de finances pour l'exercice 2023 a été soumis par le Premier ministre congolais Jean-Michel Sama Lukonde, au mois de septembre, à l'Assemblée nationale. Si le projet est validé, le budget devrait s'élever à 29 521 milliards de francs congolais (CDF) (environ 14,6 milliards de dollars), en hausse de 32,7% par rapport à celui de l'année 2022. Avec des recettes et des dépenses en hausse de 5,5% et 32,7%, respectivement, par rapport à l'exercice budgétaire de 2022, le budget cible un équilibre du solde primaire pour l'année 2023 et s'inscrit dans un environnement économique plutôt favorable avec une prévision de croissance à 6,7% en 2023.

Le projet de budget 2023 de la République démocratique du Congo a été construit en partie autour des besoins de financement des projets de développement que l'État souhaite mettre en œuvre dans le cadre du Programme de Développement local (PDL) de 145 territoires initié en 2021. Cette initiative (adossé au Plan national stratégique de développement 2019-2023) qui vise à améliorer les conditions de vie de la population coûtera près de 1,6 milliard de dollars au gouvernement congolais et sera principalement financée par des ressources internes.

Plusieurs innovations figurent dans ce budget. D'une part, en matière de mobilisation des ressources, les

prévisions de recettes fiscales marquent un fort accroissement par rapport à 2022, soit +50,5% à 17 603 Mds CDF (dont 12 834 Mds CDF de recettes d'impôts, soit +80% par rapport à 2022) et représentent 60% des recettes totales. Cette hausse émane de la volonté du gouvernement d'augmenter la pression fiscale pour mieux s'aligner sur le niveau observé en Afrique sub-saharienne (qui est de 17,6% du PIB). Les recettes non fiscales devraient, quant à elles, se hisser à 3 168,4 Mds CDF (+18,9% par rapport à 2022), tirées par le regain d'activité attendu dans le secteur minier qui améliorera la redevance minière. D'autre part, du côté des emplois, les rémunérations des fonctionnaires représentent le premier poste de dépenses (27,4% du total) et prennent en compte les revendications sociales des travailleurs, conformément aux accords conclus par les syndicats avec le gouvernement, suivi des transferts et interventions de l'État (21,7% du total) et des dépenses d'équipement (20,4% du total). Enfin, le gouvernement prévoit des dépenses d'investissement qui s'élèvent à 10 578 Mds CDF (+45,8% par rapport à 2022) et seront entièrement consacrées aux projets et programmes d'investissements publics porteurs de croissance (notamment le PDL et des investissements dans le secteur agricole).

Projet de budget 2023

	2022*	2023*	2024*
taux de croissance (%)	6,1	6,7	6,9
Déflateur PIB	8,9	9,8	10,3
Taux d'inflation moyen (%)	8,2	8,9	6,5
Taux d'inflation fin période (%)	11,02	6,83	6,15
Taux de change (CDF/USD)	2 004,52	2 021,94	2 048,78
Taux de change fin période (CDF/USD)	2 009,04	2 034,85	2 062,72
PIB nominal (en Mds CDF)	129 479,16	151 553,43	196 795,95

Source : Ministère du Budget RDC, Crédit Agricole S.A.

* Prévisions

☑ **Notre opinion** – Alors que la plupart de ses voisins se noient dans des dettes insoutenables et peinent à se redresser dans un contexte économique tendu, la RDC se réjouit d'une posture économique et financière moins contraignante (avec une dette publique modeste à près de 15% du PIB en 2021) qui lui confère une plus grande marge de manœuvre pour soutenir sa croissance. En effet, le régime de croissance est plutôt dynamique et a su se montrer résilient au fil des années. Malgré le ralentissement observé en 2020 dû à la pandémie de Covid-19, la croissance est restée en territoire positif (1,7%) et l'activité a fortement rebondi en 2021 (6,2%), retrouvant ainsi son niveau d'avant-crise. Le FMI table sur un taux de croissance du PIB de 6,1% pour l'année 2022 et de 6,7% pour 2023. Ce sont ces mêmes prévisions qui sont retenues pour le budget.

En outre, la proposition du budget 2023 intervient dans le sillage de la publication de données sur les bonnes performances budgétaires du gouvernement qui, fin août 2022, a mobilisé 134% de ses recettes prévues sur la période. Ces performances devraient aider à l'adoption du nouveau budget et témoignent des efforts entrepris par le gouvernement pour la consolidation de ses finances publiques ; un gouvernement félicité par le FMI pour ses efforts et sa résilience économique. Pour mémoire, la RDC bénéficie depuis juillet 2021 d'une Facilité Élargie de Crédit du FMI d'un montant de 1,52 milliard de dollars étalés sur trois ans. Ce programme se concentre sur trois domaines clés :

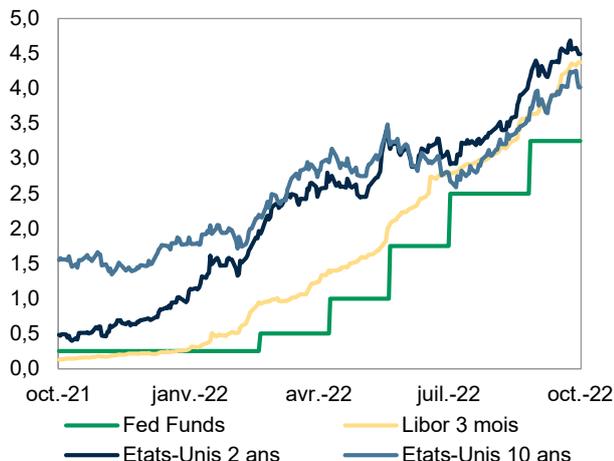
- ✓ L'intensification de la mobilisation des recettes intérieures afin d'accroître la marge de manœuvre budgétaire pour les infrastructures et les dépenses sociales ;
- ✓ Le renforcement de la gouvernance, notamment dans la gestion des ressources naturelles et pour la transparence ;
- ✓ Et le renforcement du cadre de la politique monétaire et de l'indépendance de la banque centrale.

Par ailleurs, pour la première fois dans le pays s'est tenu, au début du mois d'octobre, une conférence sur le risque pays au cours de laquelle les acteurs politiques et économiques ont réitéré la volonté du gouvernement de poursuivre les efforts engagés dans l'amélioration du climat des affaires, notamment à travers les réformes fiscales et la lutte contre la corruption.

Tendances à suivre

Taux d'intérêt en dollar américain

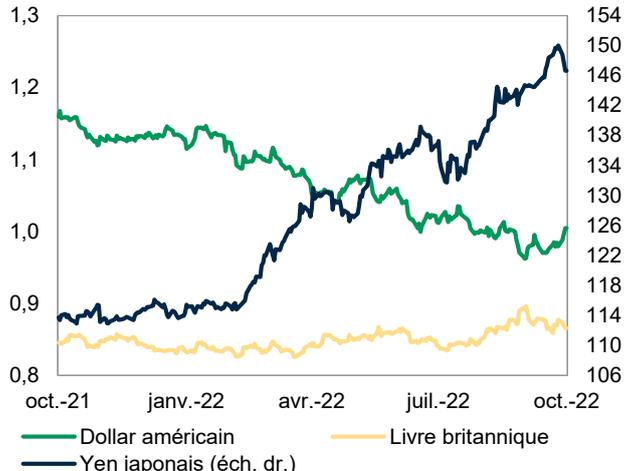
%, interbancaire (Londres) et souverains (États-Unis)



Source : Thomson Reuters

Taux de change des principales devises

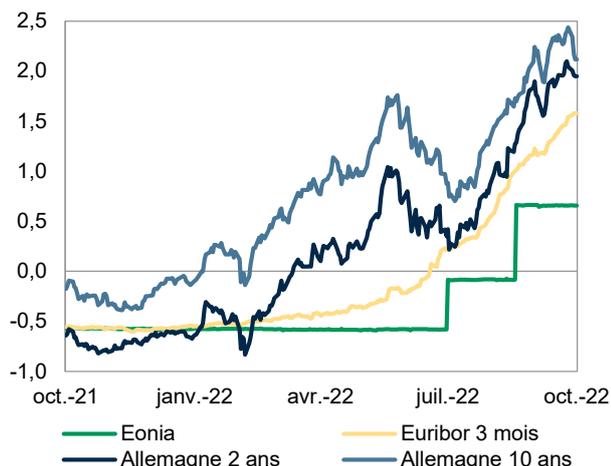
EUR/USD, EUR/GBP et USD/JPY



Source : Thomson Reuters

Taux d'intérêt en euro

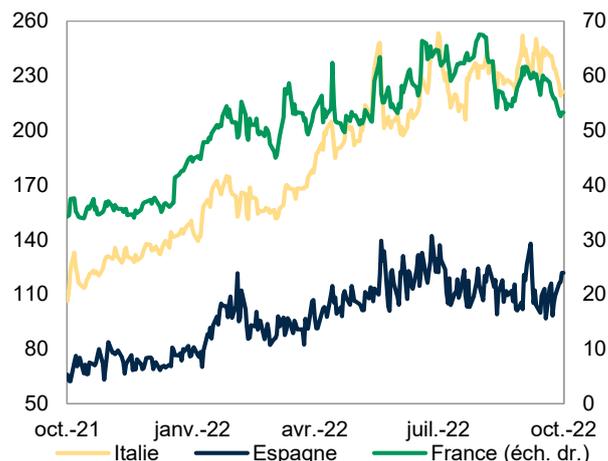
%, interbancaires (Londres) et souverains (Allemagne)



Source : Thomson Reuters

Spreads souverains européens avec le Bund

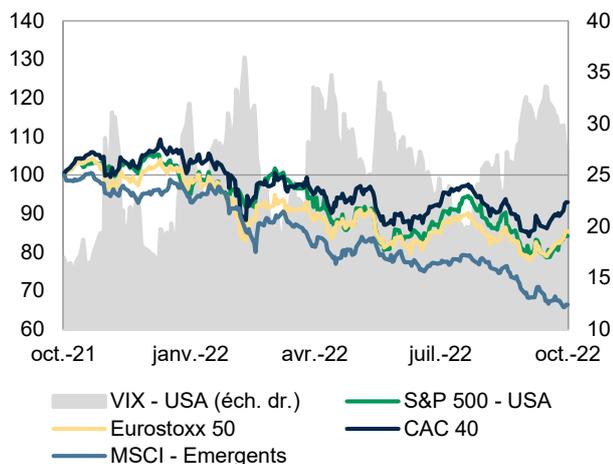
Pdb, dette en EUR à dix ans



Source : Thomson Reuters

Marché actions

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



Source : Thomson Reuters

Cours de l'once d'or

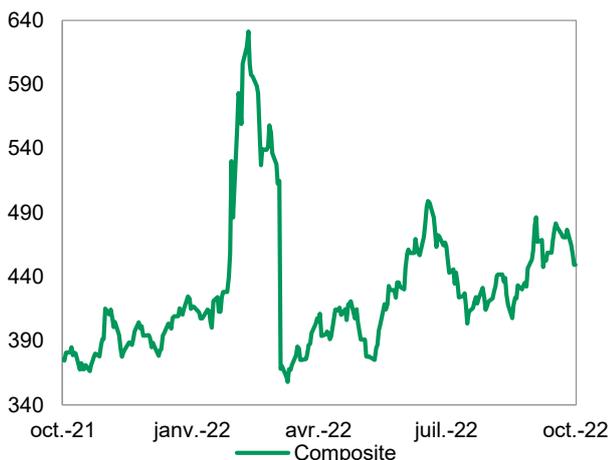
USD/Once troy (Londres)



Source : Thomson Reuters

Spreads souverains émergents avec le T-Bond

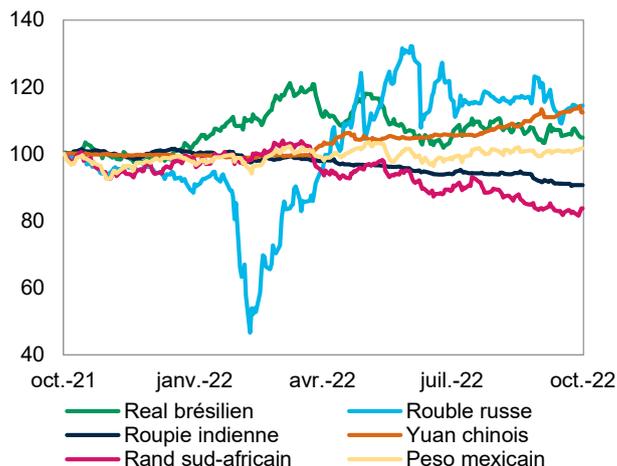
Indices EMBI+ (pdb, dette en USD de plus d'un an)



Source : JP Morgan

Devises émergentes

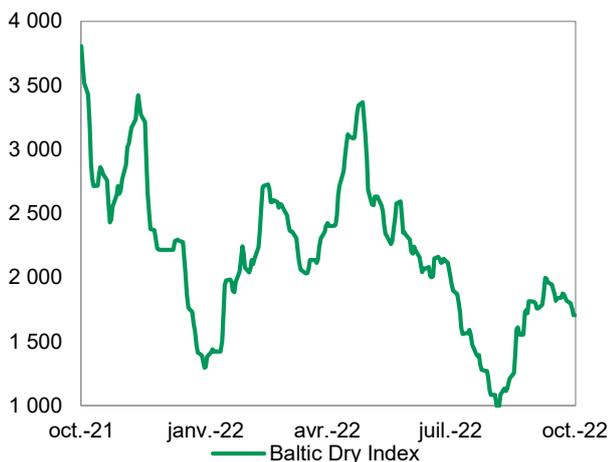
/USD (indice 100 = début de période)



Source : Thomson Reuters

Coût du transport maritime de vrac sec

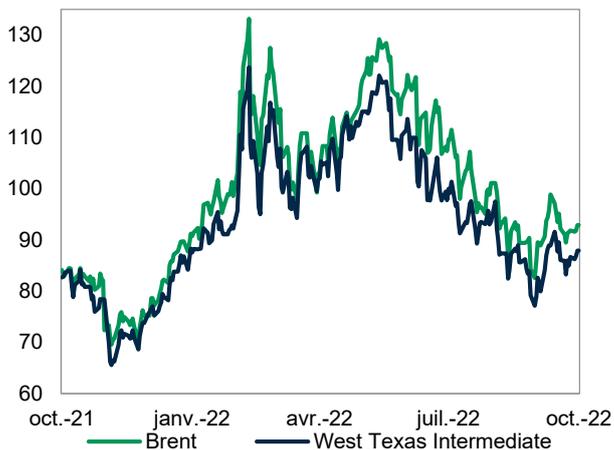
Baltic Dry Index (USD/point)



Source : Baltic Exchange

Cours du baril de pétrole brut en USD

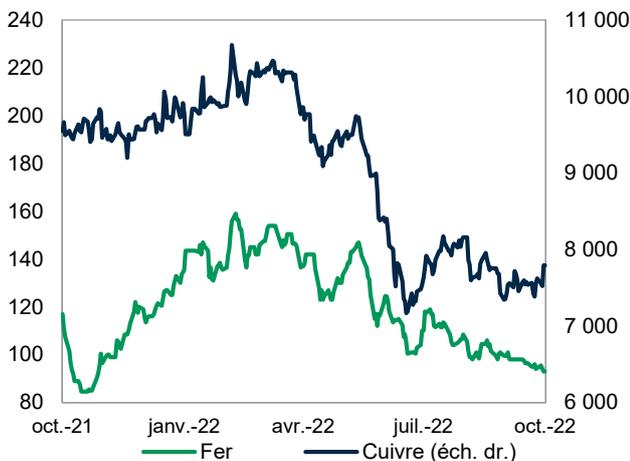
Brent (mer du Nord) et WTI (golfe du Mexique)



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
27/10/2022	Mexique – Ce qu'aimerait le président, ce qu'il peut (et ce que les États-Unis ne toléreront pas)	Amérique latine
25/10/2022	Espagne – Le budget 2023 face à l'inflation	Espagne
24/10/2022	Royaume-Uni – Retour en arrière sur le plan de croissance du 23 septembre	Royaume-Uni
21/10/2022	Monde – L'actualité de la semaine	Monde
20/10/2022	Est-ce que les fonds européens peuvent changer le cours de la démocratie ?	Europe
19/10/2022	Afrique subsaharienne – De fortes disparités régionales en termes d'épargne domestique	Afrique
18/10/2022	Colombie – Politique monétaire	Amérique latine
17/10/2022	Royaume-Uni – Le début de la récession ?	Royaume-Uni
14/10/2022	Monde – L'actualité de la semaine	Monde
13/10/2022	France – Scénario 2022-2023 : l'économie à l'épreuve de l'inflation	France

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 LEBOUGRE (coordination scénario)

Afrique du Nord, Moyen-Orient : Olivier LE CABELLEC

Afrique sub-saharienne : Ayathassen BENSALID

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.