

Perspectives

Hebdomadaire – N°22/351 – 18 novembre 2022

MONDE – L'actualité de la semaine

☞ L'attente anxieuse du « pivot ».....	2
☞ Inflation : inventaire des risques pour les ménages.....	3
☞ Zone euro : les industries pharmaceutique et automobile tirent la production à la hausse	5
☞ Zone euro : au T3 2022, la première remontée importante des défaillances depuis la pandémie	5
☞ Zone euro : la construction résiste	6
☞ Brésil – Première épreuve : un nouveau budget pour 2023	8
☞ Qatar : quel est ce pays qui accueille la coupe du monde de football ?.....	10
☞ Afrique du Sud : l'État au secours d'Eskom	11

L'attente anxieuse du « pivot »

Partout, les marchés semblent lancés dans une quête effrénée de signaux susceptibles d'indiquer que l'inflation reflue vraiment et que le pic du resserrement monétaire est proche, voire atteint. Aux États-Unis, en particulier, toutes les indications, même infimes et éventuellement provisoires, signalant que l'inflation s'assagit et que le « pivot » se rapproche (voire est imminent pour les plus optimistes) sont abondamment commentées. Si le problème est certes celui du repli de l'inflation, il est surtout celui de son retour, non pas vers la cible des banques centrales, mais dans leur zone de confort : celle qui leur permet de remonter moins vigoureusement leur taux directeur avant, si ce n'est de les réduire, de les stabiliser sur un plateau fût-il élevé. À cet égard, il ne faudrait pas se réjouir trop vite.

En témoigne l'inflation américaine du mois d'octobre publiée vendredi dernier. Elle enregistrait une baisse inattendue : le rythme annuel de l'inflation totale se repliait à 7,7% (contre 8,2% en septembre), alors que l'inflation sous-jacente décélérât de 6,6% à 6,3%. Pour tempérer les ardeurs, on peut signaler que : les pressions restent généralisées, l'inflation est de plus en plus motivée par les services (hausse des loyers, tensions sur le marché du travail) qui prennent le relais des biens (moindres tensions sur les chaînes d'approvisionnement, repli de la demande, appréciation du dollar). Autre motif de satisfaction : les prix à la production ont affiché une hausse moins élevée en octobre que celle qui était redoutée. Certes, mais le bénéfice reste infime : sur un an, la hausse a atteint 8% (contre un rythme anticipé de 8,3%).

Par ailleurs, les ménages américains font preuve d'une résistance probablement supérieure à ce qui pouvait être légitimement anticipé dans un contexte d'inflation forte : une résistance dont attestent les ventes au détail qui croissent encore à un rythme supérieur à 8% sur un an en octobre. Or, l'endettement des ménages progresse toujours à un rythme soutenu (de 8,3% sur un an au troisième trimestre 2022, soit sa hausse la plus élevée depuis le premier trimestre 2008) : il reste stimulé par la

croissance de la dette immobilière (+9% sur un an) et celle liée aux cartes de crédit (+15%). Un paradoxe en période de hausse des taux d'intérêt ? L'accroissement de l'endettement desserre les contraintes, satisfait l'envie de consommer malgré une inflation élevée et soutient la croissance : un soutien valide tant que moral des ménages reste porté par la bonne tenue des salaires (notamment les plus faibles) et un chômage qui reste très bas.

En zone euro, l'inflation totale s'est significativement redressée en octobre (à +10,6% sur un an, contre un peu moins de 10% le mois précédent), alors que l'inflation « core » est passée de 4,8% à 5%. Si l'inflation sur un an approche 17% aux Pays-Bas et excède 22% dans les pays baltes, le chiffre global masque une hétérogénéité marquée même au sein des seuls grands pays : Italie en tête à 12,6%, suivie par l'Allemagne (11,6%) qui distance de loin l'Espagne (7,3%) et la France (7,1%). Par ailleurs, les pressions inflationnistes sous-jacentes continuent de s'étendre et les risques d'effets de second tour sur les salaires augmentent. La menace d'une inflation plus tenace plane et, avec elle, planent les risques qui pèsent sur les ménages (Cf. éditorial « [Inflation : inventaire des risques pour les ménages](#) »).

En termes de marchés financiers, la semaine a été plutôt étonnamment favorable à deux (grosses) exceptions près. Les taux « sans risque » (rendements allemands) se sont légèrement repliés et, dans leur sillage, ont entraîné les primes des principaux souverains de la zone euro. Les *spreads* se sont resserrés sur les marchés du crédit : un mouvement qui a même profité aux émetteurs souverains émergents. Les marchés actions se sont redressés en Europe mais ont poursuivi leur baisse aux États-Unis. Première exception, donc, celle des actions américaines, probablement pénalisées par les valeurs technologiques (effets du ralentissement qui impacte leurs revenus publicitaires). Seconde exception : la remontée du taux deux ans américain qui frôle 4,50% (excédant de près de 70 points de base le taux à dix ans) et accentue encore l'inversion de la courbe.

Éditorial

Inflation : inventaire des risques pour les ménages

L'inflation a marqué une nouvelle hausse en octobre à 10,6% sur un an dans la zone euro, tirée par une forte accélération des prix des biens alimentaires (13,1%) et un renforcement de l'inflation énergétique (41,5%). Ces deux composantes contribuent à hauteur de 68% à la croissance des prix dans la zone euro. L'inflation sous-jacente a aussi accéléré sous l'effet d'une hausse accélérée des prix des biens industriels non énergétiques (6,1%), tandis que l'inflation est restée stable dans les services (4,3%).

La hausse de l'inflation sous-jacente (5%), qui a débuté au troisième trimestre 2021, a d'abord été causée essentiellement par les contraintes d'offre (goulets d'étranglement au niveau de l'offre de biens industriels et pénuries d'intrants), mais l'importance des facteurs de demande s'est progressivement accrue au fil du temps avec la levée des restrictions liées à la pandémie, notamment dans les services. Au cours des derniers mois, toutefois, les facteurs d'offre et de demande ont joué un rôle globalement similaire, les facteurs de demande jouant un rôle plus important dans la hausse des prix des services que dans celle des prix des biens industriels.

La présence d'effets de second tour, avec une diffusion de la hausse des prix de l'énergie aux autres composantes via les coûts de production, est visible. Elle est soutenue par la dépréciation du taux de change de l'euro de 5,4% en termes effectifs nominaux entre juin 2021 et octobre 2022. L'affaiblissement de la devise, affectant particulièrement les prix des importations et notamment de l'énergie, augmente l'impact l'inflation « anormale » provoquée par le choc sur les énergies fossiles.

Une inflation injuste

L'inflation a des effets significativement différents selon les niveaux de revenus. L'écart entre le taux d'inflation effectif des ménages situés dans le quintile de revenus inférieur et celui des ménages du quintile supérieur se situe à son niveau le plus haut depuis quinze ans. Par rapport aux ménages à revenus élevés, les ménages à faibles revenus de la zone euro consacrent une part plus importante de leurs dépenses totales de consommation à l'alimentation, à l'électricité, au gaz et au chauffage, précisément les composantes affectées par les plus fortes hausses. Le ménage moyen à faible revenu (le premier quintile de la distribution) consacre une grande partie de son revenu (70%) aux biens de base et au logement contre 34% pour le ménage moyen à revenu intermédiaire.

Par ailleurs, les ménages aisés ont tendance à consommer un panel de produits plus onéreux au

sein de la même catégorie de biens (par exemple, des produits de marque plutôt que des marques distributeur, moins chères). Ils disposent donc de la possibilité, pour réduire leurs dépenses, de remplacer les produits onéreux par d'autres meilleur marché, possibilité dont ne dispose pas les ménages aux revenus les plus faibles qui consomment déjà les biens les moins chers.

Ainsi, une augmentation de 10 % du coût de la vie de base se traduirait par une réduction du pouvoir d'achat d'un peu plus de 20 % pour les ménages à faible revenu, contre environ 5 % pour les ménages à revenu moyen selon la BCE. L'effet disproportionné sur les ménages à faibles revenus pourrait limiter considérablement leur capacité à résister aux chocs et à constituer des coussins de sécurité financière.

Avec un impact sur la richesse...

Les ménages de la zone euro ont fortement accru leur richesse depuis la crise du Covid. Leur épargne a fortement augmenté avec un surplus d'épargne d'environ 1000 milliards d'euros mi-2022. À cela s'ajoute la valeur de leur patrimoine immobilier qui s'est accrue de 6000 milliards d'euros sur la même période. À la fin de l'année 2021, leur richesse nette en termes réels représentait 9,4 fois la valeur réelle de leur consommation, plus que la valeur moyenne de la dernière décennie (8,7).

L'inflation est venue éroder ce matelas financier en réduisant de moitié le surplus de richesse nette réelle accumulé depuis le Covid. Au deuxième trimestre 2022, la richesse nette en termes réels ne représentait plus que 8,7 fois la valeur réelle de la consommation, revenant ainsi à la moyenne de long terme.

... qui est fortement hétérogène...

Mais cette érosion de richesse s'est faite principalement aux dépens des ménages les plus modestes. Selon l'enquête sur la consommation et la situation financière des ménages de la BCE (HCFS), les ménages à faibles revenus auraient déjà désépargné, le taux d'épargne médian s'élevant à -6,4 % pour le quintile de revenus inférieur, tandis que les ménages du quintile supérieur continueraient à cumuler de l'épargne avec un taux d'épargne de 39,3 %. L'enquête de la BCE sur les anticipations des consommateurs (CES) indique en effet que, pour une même hausse des dépenses liées à l'énergie, la réduction de l'épargne des ménages appartenant au quintile de revenus inférieur représente plus de cinq à six fois celle des ménages du quintile supérieur.

Dans l'enquête auprès des consommateurs, conduite par la Commission européenne entre juin et octobre 2022, une détérioration significative de l'évaluation et des perspectives de leur situation financière est mise en évidence pour les ménages de toutes les catégories de revenus. Mais pour le quartile inférieur de la distribution des revenus, cette détérioration implique également une part toujours plus grande de personnes en situation de détresse financière, c'est-à-dire de personnes qui doivent puiser dans leur épargne ou s'endetter, à partir de niveaux déjà élevés. À 30% en octobre 2022, cette part était beaucoup plus élevée que la moyenne des trois autres quartiles de revenus (14,1%).

... et potentiellement générateur de risque

Du fait de profils de dépense différents, de leur propension à consommer une part plus élevée de leurs revenus, à épargner moins et à subir des contraintes de liquidité plus fréquemment que les ménages à revenus élevés, les ménages les plus modestes présentent un risque de défaut plus élevé. La combinaison récente d'une inflation plus prononcée, d'une forte incertitude économique et d'une hausse des taux hypothécaires pourrait mettre à l'épreuve leur capacité financière.

Dans sa dernière revue de stabilité financière, la BCE simule l'impact de la hausse des prix à la consommation et des variations des taux d'intérêt jusqu'à la fin de 2022 sur la santé financière à court

terme des ménages dans l'ensemble de la distribution des revenus. Les ménages endettés à faibles revenus, qui représentent environ 20% de l'ensemble des ménages à faibles revenus de la zone euro, risquent d'être confrontés à une augmentation du coût du service de la dette et ne disposeraient que d'une épargne limitée pouvant compenser cette augmentation. En effet, les ménages endettés à faibles revenus consacrent une part importante de leurs revenus au service de la dette, tout en détenant de faibles volumes d'actifs liquides et présentent donc un risque de liquidité plus élevé.

La BCE conclut néanmoins que les ménages les plus modestes sont beaucoup plus sensibles au risque d'inflation qu'au risque de hausse des taux. Une inflation élevée pourrait augmenter considérablement la part des ménages en difficulté dans le quintile de revenu le plus bas. Mais le risque de taux est plus contenu car l'endettement des ménages est essentiellement imputable aux ménages à revenus élevés, qui verraient une faible augmentation de leur détresse financière. Le fait que la plupart des dettes soient accordées aux ménages à plus hauts revenus atténue donc le risque systémique pour les banques, bien que des différences significatives existent entre les pays en fonction du taux d'endettement des ménages, de la part des ménages modeste endettés et de la nature (taux fixe ou variable) de l'endettement.

Zone euro

Zone euro : les industries pharmaceutique et automobile tirent la production à la hausse

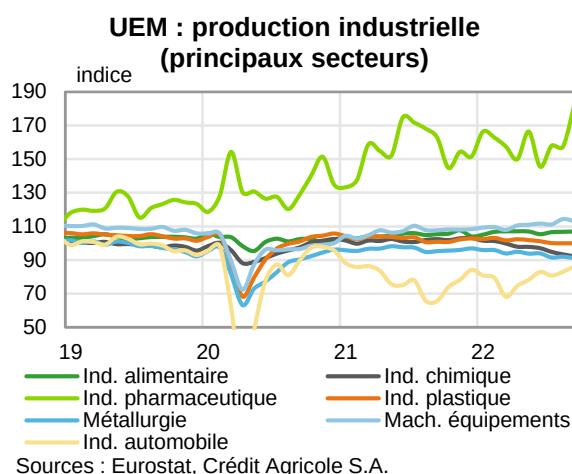
La production industrielle a augmenté de 0,9% en zone euro sur un mois en septembre, une performance essentiellement portée par la production de biens de consommation (+2,6% sur un mois) et de biens d'investissement (+1,5%), tandis que la production de biens intermédiaires a reculé de 0,9%. La production d'énergie a en revanche fortement augmenté (+3,3%). Le constat par pays est néanmoins quelque peu différent, avec l'Allemagne ressortant comme étant le seul grand pays de la zone enregistrant une progression de sa production sur le mois (+0,8%), tandis que la France (-0,7%), l'Italie (-1,8%) et l'Espagne (-0,4%) enregistrent tous des baisses de production. En glissement annuel, la production de la zone euro dans son ensemble a néanmoins progressé (+4,3% sur un an) avec une ventilation par pays plutôt homogène.

Sur l'ensemble du troisième trimestre, la production dans la zone n'a finalement augmenté que de 0,5% signalant que le gros de la reprise s'est surtout déroulé durant le premier semestre. Toutefois, si le niveau de production d'avant-crise a déjà été dépassé pour l'ensemble de la zone, c'est essentiellement grâce à l'Italie et à l'Espagne qui ont récupéré plus rapidement leur niveau d'avant-crise, alors que l'Allemagne et la France restent encore loin de leur niveau pré-crise sanitaire.

La ventilation par secteur nous indique également que les productions des secteurs automobile et pharmaceutique se sont améliorées ces deux derniers mois, contribuant nettement au redressement de l'indice global. En revanche, l'industrie chimique pèse de plus en plus négativement sur l'indice global, en raison de la flambée du prix du gaz et du pétrole qui pénalise plus lourdement les

industries énergivores et freine considérablement la production globale.

Parmi les cinq principaux secteurs les plus impactés par la crise énergétique (papier, raffinage, produits chimiques, verrerie et métallurgie), c'est le secteur des industries chimiques qui se retrouve le plus précocement touché par l'inflation énergétique. Par ailleurs, les ventes de véhicules neufs en zone euro au mois d'octobre signalent une tendance haussière en rythme annuel (+13,1% sur un an), même si le nombre d'unités vendues demeure encore inférieur de 244 000 au niveau d'avant-crise (octobre 2019). Le redressement des ventes s'observe en Allemagne (+16,7% sur un an), en Italie (+14,7%), en Espagne (+11,7%) et dans une moindre mesure en France (+5,5%). La poursuite de cette tendance constitue un facteur favorable pour l'activité de la zone dans son ensemble, même si de nombreux vents contraires resurgissent à court terme.



✓ Notre opinion – La production industrielle en zone euro continue de croître grâce au sursaut du secteur automobile et à l'accélération de l'activité du secteur pharmaceutique. Elle est néanmoins freinée par le secteur de l'industrie chimique, plus vulnérable à l'inflation énergétique et plus durement touché par des arrêts ciblés de production. L'activité du deuxième semestre s'annonce néanmoins plus délicate avec le risque d'affaiblissement de la demande en raison d'une inflation plus élevée et du relèvement des taux d'intérêt à l'œuvre.

Zone euro : au T3 2022, la première remontée importante des défaillances depuis la pandémie

Le nombre de défaillances a augmenté de 19,2% au troisième trimestre 2022 par rapport au trimestre précédent, marquant ainsi une nette accélération des destructions d'activité. Il s'agit de la plus forte augmentation depuis l'existence de la série, soit depuis 2015. Tous les secteurs à l'exception des transports et des entrepôts ont enregistré des hausses. La plus prononcée est enregistrée dans le secteur de l'hébergement et de la restauration

(26,2%), suivie par le commerce (19,9%) et les activités spécialisées aux services des entreprises (19,1%). Mais la remontée des défaillances est aussi significative dans l'industrie (14,2%) et dans la construction (11%).

C'est en Espagne que la remontée est la plus spectaculaire (66%), mais en France les défaillances accélèrent aussi (10,9%), tandis qu'aux Pays-Bas la hausse reste plus contenue (2,2%).

Dans tous les autres pays, le nombre de défaillances est encore en baisse, y compris en Belgique où la tendance était haussière depuis un an.

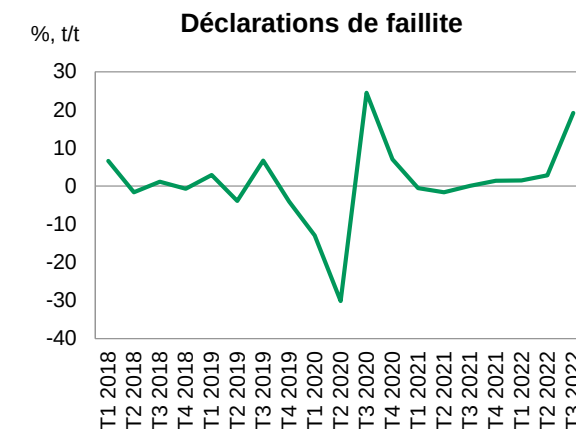
En France, l'industrie, la construction, le commerce et le secteur des transports ont enregistré les hausses les plus marquées. En Espagne on retrouve la plus forte hausse des déclarations de faillites dans l'industrie et dans la construction, bien que tous les secteurs soient concernés par des destructions d'activité. L'Italie reste pour l'instant étrangère à ce mouvement, bien qu'une remontée modérée des faillites soit visible dans l'industrie. Pour l'Allemagne, les données du troisième trimestre ne sont pas disponibles et nous ne pouvons pas confirmer la remontée du trimestre 2022 comme un phénomène durable.

Zone euro : la construction résiste

Entre septembre 2022 et août 2022, la production dans la construction, corrigée des variations saisonnières, a augmenté de 0,1% en zone euro. Malgré cette légère hausse, le secteur affiche une baisse de 1% au troisième trimestre, la deuxième consécutive de l'année. Parmi les États membres, les évolutions du secteur sont relativement contrastées.

En Allemagne, cette dernière a diminué de 0,3% entre septembre 2022 et août 2022, après une baisse plus marquée de 3,5% le mois précédent. En Espagne, le déclin de la production du secteur s'intensifie avec une baisse mensuelle de 2,2% à fin septembre et une variation trimestrielle négative de 2%, pour le troisième trimestre consécutif.

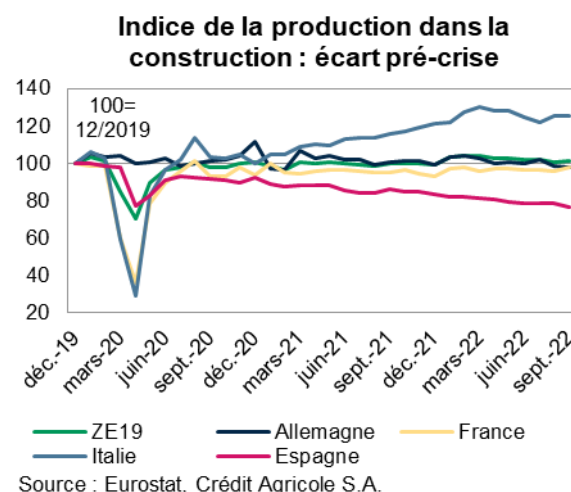
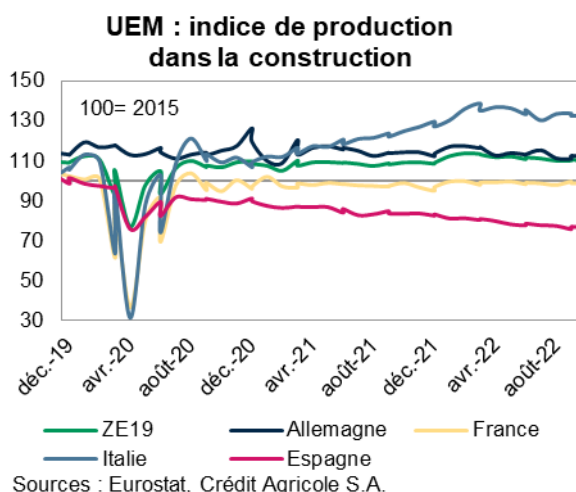
La production de la construction en France a augmenté de 1,9% en septembre 2022, d'un mois sur l'autre. La variation de la production au troisième



Sources : Eurostat, Crédit Agricole S.A.

trimestre est légèrement négative, la hausse du mois de septembre n'ayant pas permis de compenser le recul du mois d'août. En Italie, elle a légèrement augmenté de 0,2% en septembre 2022. Sur le trimestre, l'activité de construction a enregistré un repli de 2,2%, le premier constaté depuis le début de l'année. Malgré le fléchissement du T3, le secteur se montre robuste en Italie, affichant une croissance de 8,5% en glissement annuel.

Par rapport à la période pré-Covid¹, la production de la construction en zone euro est en hausse de 1%. Au sein des États membres, l'Espagne n'a toujours pas retrouvé son niveau de production d'avant-crise, alors que l'Allemagne et la France s'en rapprochent. Seule l'Italie affiche un niveau de production en 2022 nettement supérieur à celui d'avant la pandémie.



¹ Date de référence de la période pré-Covid : 15/12/2019

☑ **Notre opinion** – *La production de la construction se redresse modestement en zone euro. L'écart par rapport au niveau pré-crise sanitaire se réduit dans les grands pays de la zone, à l'exception de l'Espagne dont le niveau de production reste nettement inférieur à celui d'avant-pandémie. Les indicateurs de confiance du secteur en septembre 2022 sont positifs en France, en Italie et en Espagne. Les entreprises allemandes semblent, quant à elles, plus pessimistes quant à l'évolution du secteur, comme le souligne l'indice de confiance négatif de septembre.*

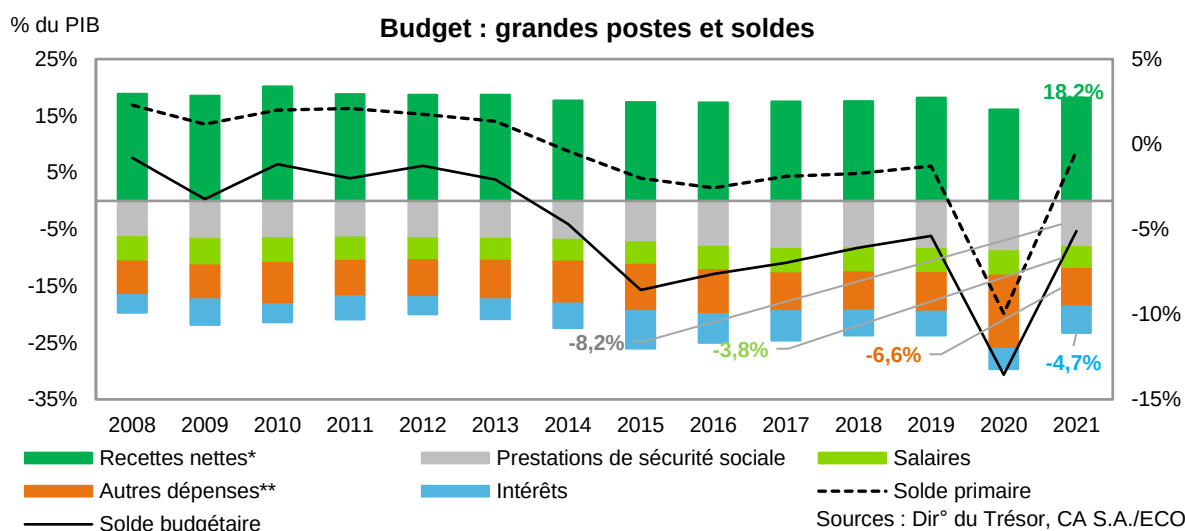
Pays émergents

Amérique latine

Brésil – Première épreuve : un nouveau budget pour 2023

Alors que le président « Lula » ne prendra ses fonctions qu'en janvier, l'équipe de transition (dirigée par le vice-président Geraldo Alckmin) travaille sur une version révisée du budget 2023 : une tâche ardue puisqu'il s'agit d'y inclure des charges supplémentaires ce qui requiert une dérogation à la règle du plafond sur les dépenses² et ce dans un cadre budgétaire déjà singulièrement contraint. Un

cadre que caractérisent, en substance, une structure fiscale complexe, une rigidité budgétaire élevée avec des dépenses fortement concentrées (trois postes suffisent à expliquer près de 80% des dépenses : prestations sociales 35%, salaires 16%, intérêts de la dette 20%) et une dette publique lourde mais facilement couverte par le marché domestique³.



* Nettes des transferts au titre du « revenue sharing » (4,1% du PIB en 2021)

**Autres dépenses obligatoires + Dépenses de l'Exécutif soumises à programmation financière

Les principales dépenses non incluses dans le projet de budget comportent une revalorisation de l'*Auxílio Brasil* (de 400 reais à 600 reais par ménage ; coût estimé 0,5% du PIB), une aide supplémentaire pour les enfants (150 reais par enfant ; 0,2% du PIB), une augmentation des salaires des fonctionnaires (0,1% du PIB), des dépenses d'investissement (0,4% du PIB), soit un total de dépenses potentielles de 1,2% du PIB. Parmi les engagements de campagne figurent également la réactivation d'autres programmes sociaux et l'exonération d'impôts sur les revenus inférieurs à 5 000 reais (coût estimé de chaque proposition : 1,2% du PIB). Le futur gouvernement cherche à obtenir une « dérogation » à la règle du plafond de dépenses via le projet de loi dit « PEC de transition »⁴. Le Congrès a jusqu'à mi-

décembre pour se prononcer afin que les dépenses excédant le plafond débutent dès janvier. Compte tenu des arbitrages inévitables, le déficit primaire pourrait s'établir à 1,5% du PIB soit un dérapage finalement assez limité (1% du PIB).

Une fois le nouveau budget 2023 adopté, il faudra entreprendre la révision de la règle du plafond de dépenses largement transgressée depuis la contre-offensive budgétaire mise en œuvre (légitimement) face à la crise du Covid. Les discussions sur un nouveau cadre budgétaire pourraient commencer en mars lors de la reprise de l'activité parlementaire pour une mise en œuvre à partir du budget 2024. Le nouveau gouvernement devra « gérer » avec un Congrès bicaméral dominé par la droite et le centre-droit⁵ et s'employer à courtiser le Centre de façon à

² Plafond des dépenses : règle introduite en 2016, par un amendement constitutionnel, qui limite la croissance des dépenses inscrites au budget du gouvernement fédéral au taux d'inflation de l'année antérieure.

³ Données septembre 2022 : déficit total et excédent primaire (cumulés sur 12 mois) de, respectivement, 4,4% et 1,9% du PIB (les intérêts absorbent plus de 6% du PIB) ; dette en BRL : 94,4% de la dette totale ; dette détenue par les non-résidents : 12,2%.

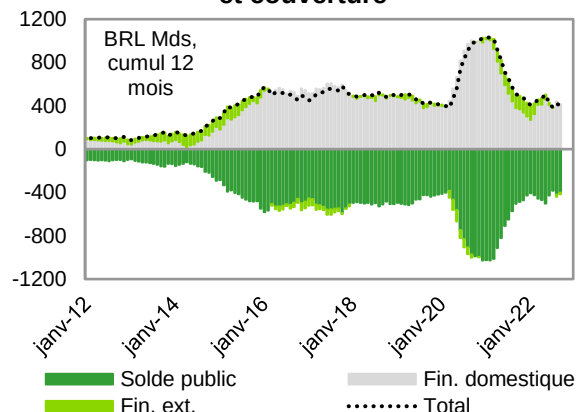
⁴ PEC : *Proposta de Emenda à Constituição* (proposition d'amendement constitutionnel qui nécessite donc un vote à deux tours (majorité qualifiée) au Sénat et à la Chambre basse.

⁵ Composition de la Chambre basse (513 élus pour 4 ans) : Droite/Centre-droit 57%, Centre 18%, Gauche/Centre-gauche 24% ; Composition du Sénat (81 élus pour 8 ans ; renouvellement tous les 4 ans en alternance un tiers ou la moitié) : Droite/Centre-droit 57%, Centre 26%, Gauche/Centre-gauche 16% ; les candidats de Droite/Centre-droit et du centre ont gagné dans 19 des 27 États.

parvenir ne serait-ce qu'à la majorité simple ; un Parlement certes peu enclin à engager des dépenses non financées mais aussi, et surtout, peu susceptible d'engager rapidement de grandes réformes. Et certainement pas disposé à exclure des dépenses contraintes par la règle du plafond les charges que représente l'*Auxílio Brasil* (environ 1,7% du PIB dans sa nouvelle version) : une proposition d'amendement par laquelle la nouvelle équipe serait visiblement tentée.

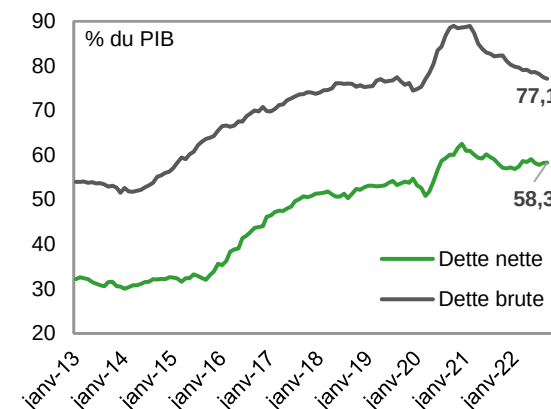
Plusieurs pistes pourraient être explorées mais il faut que soit dessiné un cadre budgétaire transparent composé d'objectifs clairs, de mesures spécifiques pour les atteindre, d'éventuelles règles budgétaires mais assorties de clauses dérogatoires formelles. Le FMI (art. IV, septembre 2021) envisageait que la règle de plafonnement des dépenses soit complétée par un ancrage explicite de la dette. Bref, il faut espérer que soit fixé un nouveau cap, un cap crédible plutôt qu'exagérément ambitieux.

Besoin de financement public et couverture



Sources : BCB, CA S.A./ECO

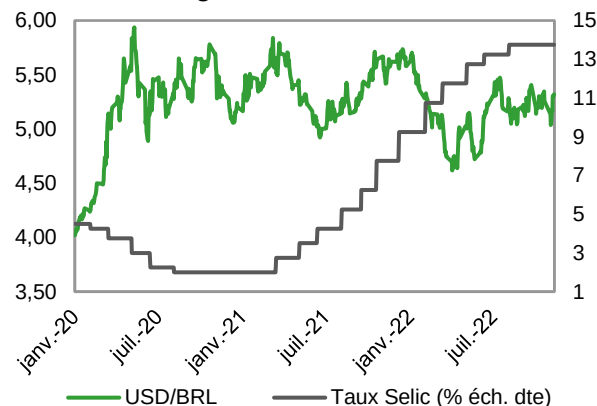
Dette publique (gouv. général)



Sources : BCB, CA S.A./ECO

Les avancées sur le plan budgétaire sont triplement importantes : elles sous-tendent la crédibilité de la signature du Brésil donc son image auprès des marchés et constituent la condition *sine qua non* (ou presque) d'un assouplissement monétaire.

Change et taux de référence



Sources : BCB, CA S.A./ECO

Moyen-Orient et Afrique du Nord

Qatar : quel est ce pays qui accueille la coupe du monde de football ?

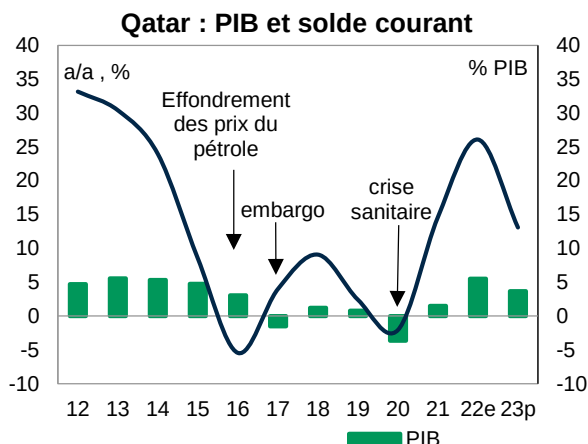
Que sait-on du Qatar, ce pays qui accueille pour un mois les meilleurs footballeurs de la planète pour la coupe du monde de football ? À part que c'est un riche émirat pétrolier du Golfe persique, sans doute pas grand-chose. Attardons-nous donc quelques instants pour mieux connaître ce petit pays en forme de péninsule de 2,9 millions d'habitants, situé à l'est de l'Arabie saoudite et dont 90% de la frontière est maritime.

De création récente, il est devenu véritablement indépendant en 1971, année de sa reconnaissance par l'ONU, et est dirigé par la famille Al Thani depuis la fin du XIX^e siècle. L'émir Tamim Al Thani, quarante-deux ans, dirige le pays depuis 2013, année où il a succédé à son père. C'est une monarchie absolue héréditaire où la famille régnante se partage les postes ministériels, mais qui est doté d'une Constitution depuis 2004 et d'un Conseil consultatif (Majlis Al-Choura) de quarante-cinq membres, dont trente sont élus depuis cette date. La stabilité politique est donc assurée par la transmission monarchique du pouvoir.

Il s'agit, et c'est ce qui frappe tout d'abord, du pays le plus riche de la planète avec un PIB de 180 milliards de dollars (2021), soit un impressionnant PIB par habitant de 115 000 dollars en parité de pouvoir d'achat (estimation 2022). Ce chiffre est calculé sur la totalité de la population, alors les Qataris sont moins de 300 000. Ainsi 90% de la population est étrangère.

La richesse du pays est surtout issue du gaz et non du pétrole. Cinquième producteur mondial, mais premier exportateur de GNL (gaz naturel liquéfié), il bénéficie du troisième rang mondial en termes de réserves prouvées. Quoique très dépendant de l'exploitation de sa rente d'hydrocarbures, le pays a su se diversifier dans les services et la construction au fil des années. Les services représentent 44% du PIB, tandis que l'industrie manufacturière plafonne à 6%.

Après trois crises majeures – dont l'une géopolitique – qui ont affecté la rente gazière et le secteur touristique : la chute du prix des hydrocarbures en 2015, l'embargo des Émirats et de l'Arabie de 2017 à 2021 et la double crise du Covid et du pétrole en 2020 (chute des prix et arrêt du tourisme), l'horizon politique et économique s'éclaircit pour Doha.



Sources : EIU, Crédit Agricole S.A. — Solde courant (dr.)

Effectivement, après une année de redressement économique *post-crise* en 2021 (le pays était sorti de récession, mais avec une croissance du PIB de seulement 1,6% qui n'avait pas compensé la récession de 3,6% en 2020), l'année 2022 s'annonce bien meilleure. Une croissance de 5,5% est attendue cette année. Depuis plusieurs années, c'est le secteur non pétrolier qui tire la croissance. Malgré la forte hausse des prix du pétrole à plus de 100 dollars le baril, il en sera de même en 2022 en raison d'une forte hausse de la consommation interne et des investissements du gouvernement. En termes d'exportations, 69% de ses clients sont en Asie, les premières destinations des exports étant le Japon (18%) et la Corée (16%) et seulement 15% vers les pays de l'UE et le Royaume-Uni. Cette répartition pourrait évoluer dans le futur, compte tenu de la volonté de l'UE de compenser l'arrêt des importations de gaz russe par d'autres fournisseurs dans le Golfe et notamment le Qatar.

Les fortes recettes d'exportation et fiscales de 2022 vont donc permettre au pays de réduire son endettement, une bonne nouvelle après les hausses provoquées par les crises successives.

Enfin, le pays est aussi un paradis fiscal qui s'assume : sans TVA ni impôt sur le revenu, les recettes de l'État sont assurées par les taxes sur les hydrocarbures qui atteignent 80% de la rente, tandis que l'impôt sur les sociétés est plafonné à un faible 10% des résultats.

✓ Notre opinion – Dans l'environnement politique et géopolitique du Moyen-Orient et des pays du Golfe, le Qatar entend jouer sa propre partition d'ouverture au monde en assurant de gros investissements très visibles en Occident, comme par exemple dans des clubs de football ou des lieux culturels, par son media national qu'est la chaîne de presse Al Jazeera ou l'organisation du mondial de foot cette année. Enfin, sa volonté d'indépendance est très forte, tant dans ses relations avec le voisin iranien que pour son soutien à l'islam politique transnational.

Afrique sub-saharienne

Afrique du Sud : l'État au secours d'Eskom

Le ministre des Finances sud-africain, Enoch Godongwana, a affirmé, lors de sa déclaration sur la politique budgétaire à moyen terme de l'Afrique du Sud fin octobre, que l'État allait soulager l'entreprise publique d'électricité Eskom de sa lourde dette.

Pour mémoire, Eskom fournit près de 95% de l'électricité en Afrique du Sud. Mais, depuis 2019, le pays est en proie à de nombreuses coupures d'électricité. Des installations vieillissantes et mal entretenues et une compagnie publique qui n'est plus en mesure de répondre à la demande en sont les principales raisons. Ce problème, bien plus que technique, trouve racine dans le comportement de l'ancien gouvernement présidé par Jacob Zuma. En effet, suite au scandale de « Capture d'État » qui a valu le départ de l'ex-président en 2018, Eskom est identifiée comme victime de détournement de fonds et de mauvaise gestion. Elle s'en trouve aujourd'hui affaiblie et endettée à hauteur de 400 milliards de rands (22 milliards de dollars). Les inefficacités opérationnelles induites par la dette ont conduit Eskom à s'engager dans des coupures de courant allant jusqu'à dix heures par jour et à subir des pannes périodiques. Appelée « délestage », cette pratique entrave gravement différents secteurs de l'économie (minier, agricole et manufacturier).

Pour Enoch Godongwana, cet endettement – devenu insoutenable – est une véritable menace pour l'économie, les finances publiques, mais aussi les notations de crédit souverain, d'où la nécessité d'une intervention de l'État avant un éventuel défaut de paiement. Ainsi, le Trésor sud-africain s'est engagé à mettre en place un programme d'allègement de la dette pour répondre aux difficultés financières de l'entreprise. Sans précision sur le montant, le ministre des Finances a confié que celui-ci sera compris entre un tiers et deux tiers de la dette, c'est-à-dire entre 1,7% et 3,5% du PIB (2021). Dans le budget de l'État, cela représente entre 6% et 12% des dépenses totales (budget 2022/2023). Néanmoins, Eskom devra se plier à certaines conditions, en particulier la séparation de l'entreprise en trois entités (production, transmission et distribution) et une meilleure gestion de ses finances. En parallèle, la compagnie essaie également de racheter sa dette et stabiliser ses finances à travers, par exemple, la mise en vente de son activité hypothécaire « Eskom Finance Co. » dont le portefeuille s'élève à 9 milliards de rands (500 millions de dollars).

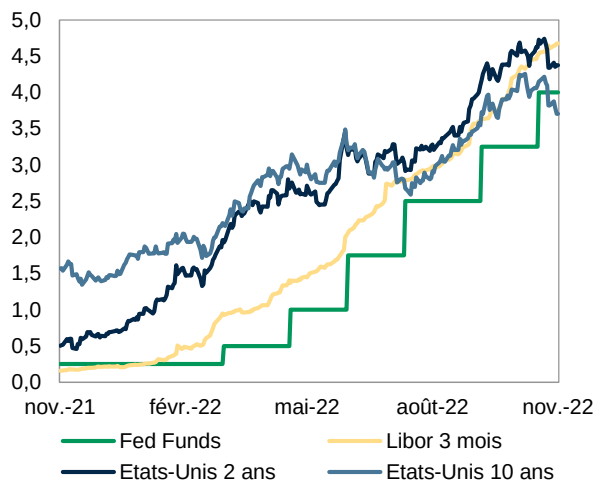
✓ Notre opinion – Les difficultés financières et opérationnelles des entreprises publiques, en particulier d'Eskom, représentent un risque majeur pour la croissance. Dans ce contexte, des mesures sont nécessaires pour réduire le déficit budgétaire, qui s'élevait, en 2021, à 6% du PIB. Cet allègement de la dette se manifesterait, dans le budget 2023/2024, par un accroissement des dépenses de l'État et un creusement du déficit, si la mobilisation des recettes ne s'améliore pas pour limiter ce nouveau dérapage budgétaire.

Par ailleurs, sur le long terme, cet allègement de la dette ne soulagera pas réellement l'économie, les fragilités structurelles persisteront. En revanche, la transition énergétique pourrait être une solution efficace pour sortir le pays de sa crise énergétique en réduisant sa dépendance au charbon. Pour mémoire, lors de la COP26 en novembre 2021, plusieurs pays développés (dont la France) se sont engagés à soutenir le pays dans sa transition énergétique avec une aide de 8,5 milliards de dollars. Et, à l'occasion de la COP27 qui s'est déroulée du 6 au 18 novembre 2022 à Charm el-Cheikh en Égypte, l'Afrique du Sud a dévoilé son plan d'investissement sur l'utilisation de cette somme, dont une majeure partie sera allouée aux investissements dans des infrastructures électriques.

Tendances à suivre

Taux d'intérêt en dollar américain

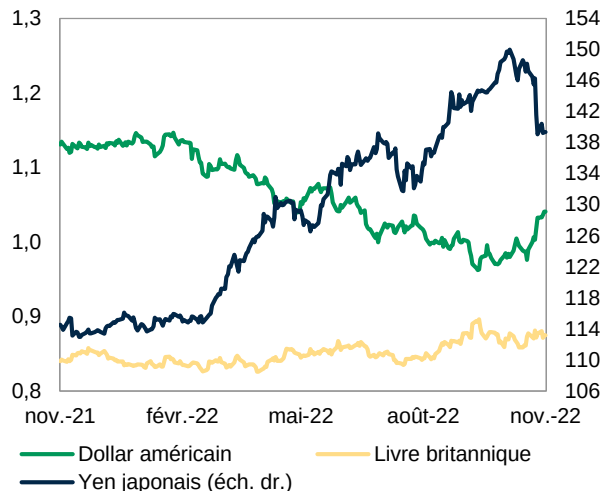
%, interbancaire (Londres) et souverains (États-Unis)



Source : Thomson Reuters

Taux de change des principales devises

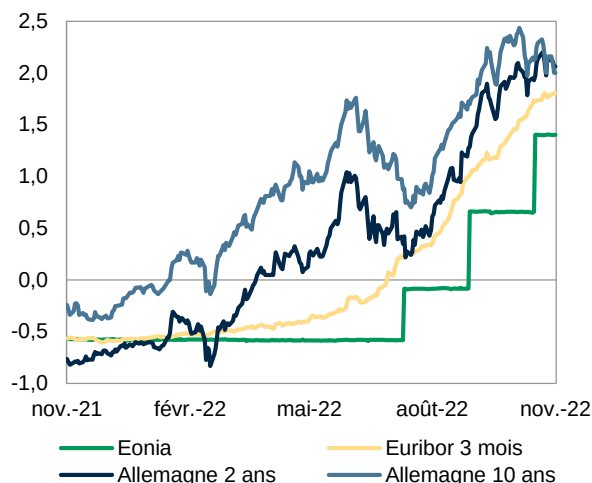
EUR/USD, EUR/GBP et USD/JPY



Source : Thomson Reuters

Taux d'intérêt en euro

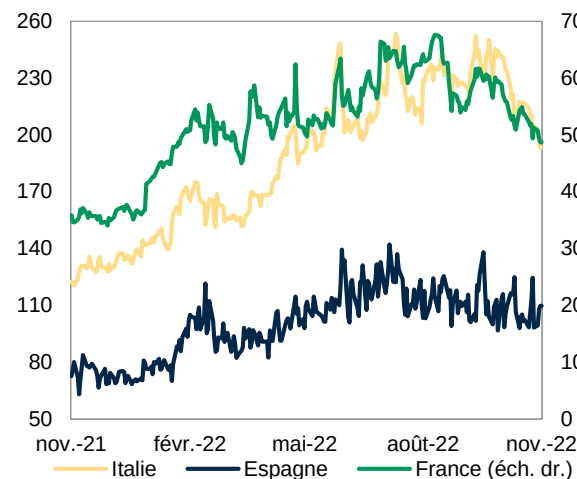
%, interbancaires (Londres) et souverains (Allemagne)



Source : Thomson Reuters

Spreads souverains européens avec le Bund

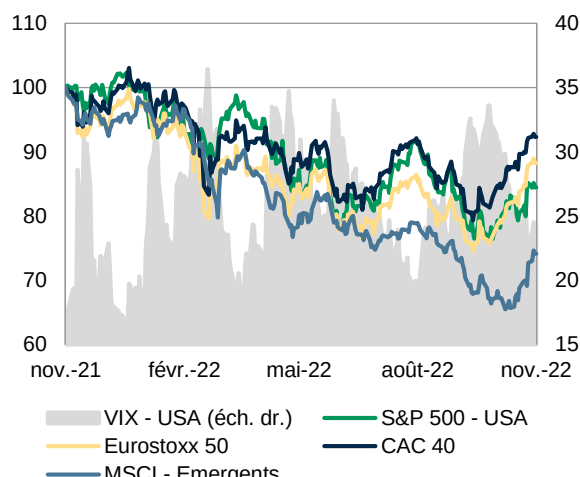
Pdb, dette en EUR à dix ans



Source : Thomson Reuters

Marché actions

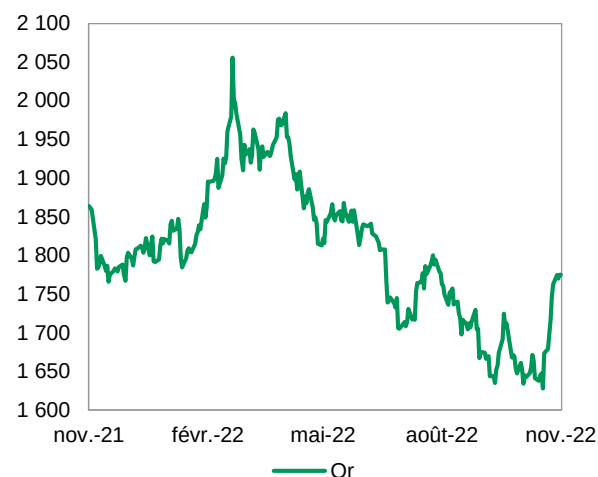
Indice boursiers (100 = début de période) et volatilité VIX



Source : Thomson Reuters

Cours de l'once d'or

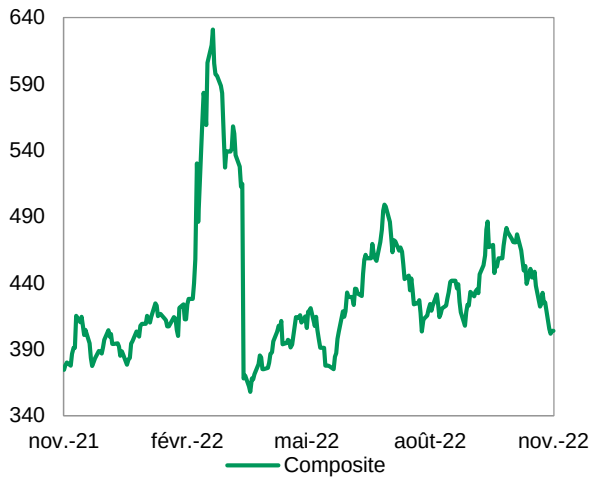
USD/Once troy (Londres)



Source : Thomson Reuters

Spreads souverains émergents avec le T-Bond

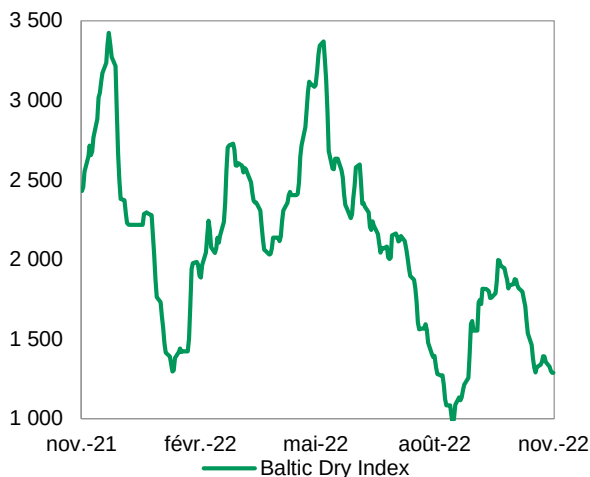
Indices EMBI+ (pdb, dette en USD de plus d'un an)



Source : JP Morgan

Coût du transport maritime de vrac sec

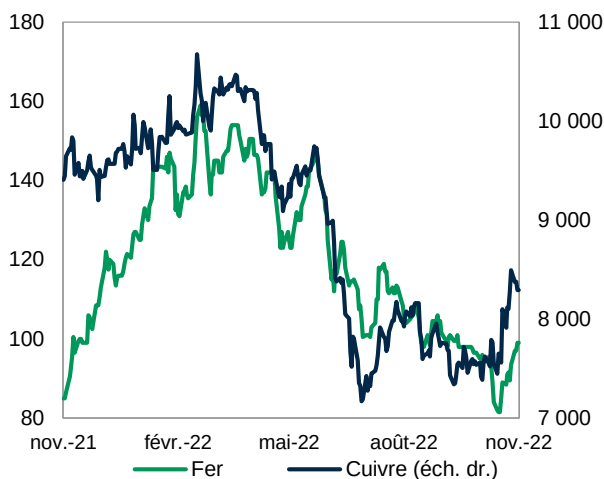
Baltic Dry Index (USD/point)



Source : Baltic Exchange

Cours des métaux

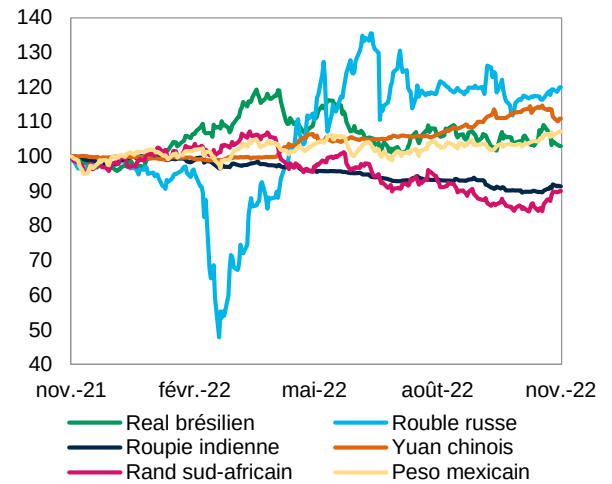
USD/tonne métrique



Sources : Steel Home, London Metal Exchange

Devises émergentes

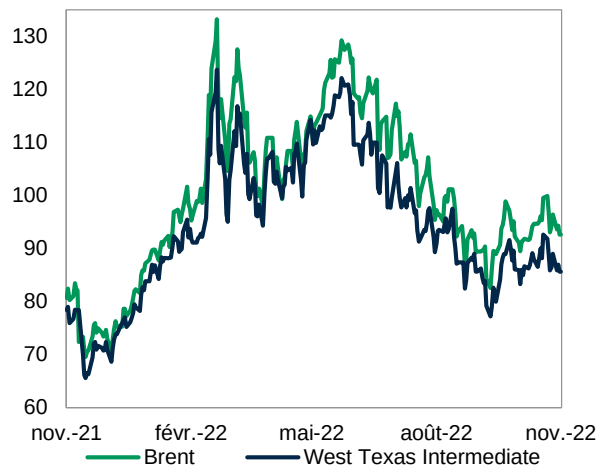
/USD (indice 100 = début de période)



Source : Thomson Reuters

Cours du baril de pétrole brut en USD

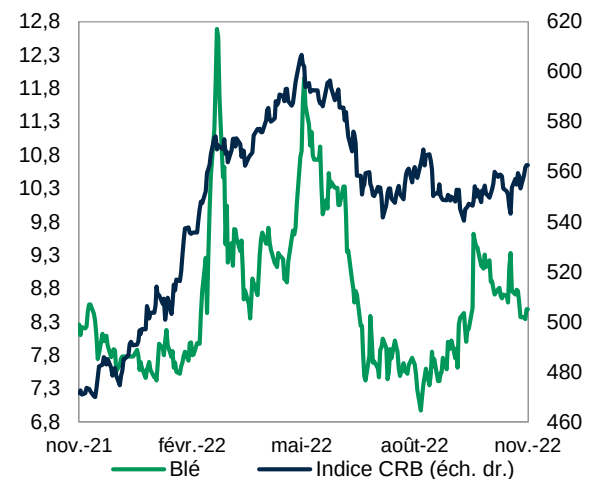
Brent (mer du Nord) et WTI (golfe du Mexique)



Source : Thomson Reuters

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
16/11/2022	<u>Royaume-Uni – Conjoncture : Baisse du PIB de 0,2% au troisième trimestre</u>	Royaume-Uni
16/11/2022	<u>Géo-économie – En Amérique latine, une présence chinoise devenue globale</u>	Amérique latine, Asie
16/11/2022	<u>Amérique latine – Au-delà des aventures singulières</u>	Amérique latine
16/11/2022	<u>Israël – L'instabilité politique est permanente, mais elle a peu d'impact sur l'économie</u>	Afrique et Moyen-Orient
14/11/2022	<u>Avenir de l'Europe – Réforme du Pacte de stabilité et de croissance : la Commission capitalise sur l'expérience du NGEU et veut manier plus efficacement le bâton et la carotte</u>	UE
14/11/2022	<u>Hong Kong – Les temps difficiles</u>	Asie
10/11/2022	<u>Monde – L'actualité de la semaine</u>	Monde
07/11/2022	<u>Royaume-Uni – Politique monétaire – Resserrement des taux : l'essentiel est probablement passé</u>	Royaume-Uni
03/11/2022	<u>Italie – Scénario 2022-2023 : éviter la tempête parfaite</u>	Italie
03/11/2022	<u>Ce que les Américains nous disent de leur stratégie</u>	Monde
03/11/2022	<u>Égypte – Accord a minima avec le FMI et nouvelle dévaluation de la livre</u>	Afrique et Moyen-Orient
02/11/2022	<u>Espagne – Scénario 2022-2023 : modération de la croissance en vue</u>	Espagne
02/11/2022	<u>Chine – La publication des chiffres de croissance n'éteint pas les inquiétudes du marché</u>	Chine

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 BENSAID

Documentation : Dominique PETIT, Elisabeth SERREAU

Statistiques : Alexis MAYER

Réalisation et Secrétariat de rédaction : Fabienne PESTY

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

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

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

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

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