

# Perspectives

Hebdomadaire – N°23/013 – 13 janvier 2023

## MONDE – L'actualité de la semaine

☞ Des marchés financiers moins inquiets mais toujours sur le qui-vive !.....	2
☞ Zone euro : un rebond inattendu de la production industrielle en novembre.....	3
☞ Royaume-Uni : rebond surprise de l'activité en novembre, diminuant la probabilité d'une récession technique.....	4
☞ Amérique latine – 2022-2023 en quelques graphiques et quelques mots.....	6
☞ Égypte, Tunisie, Liban : de la difficulté à réformer pour bénéficier de l'aide du FMI.....	8
☞ L'Azerbaïdjan peut-il profiter de la grande recomposition géopolitique du Caucase du Sud ?.....	9
☞ Angola : au T3 2022, la croissance économique reste bien orientée.....	11

## Des marchés financiers moins inquiets mais toujours sur le qui-vive !

Les marchés financiers mondiaux continuent d'examiner à la loupe le moindre signe susceptible d'alerter ou de rassurer sur le niveau d'inflation en raison des répercussions attendues sur les politiques monétaires et les hausses des taux d'intérêt. De nombreux investisseurs espèrent en effet qu'une baisse de l'inflation, même ponctuelle, pourra limiter l'ampleur des hausses de taux qui seront décidées prochainement par les banquiers centraux. Or, certaines données d'activité semblent confirmer une relative résistance des économies en zone euro suggérant que les mesures de soutien au pouvoir d'achat prodiguées ici et là pourraient contrarier les ambitions affichées de la politique monétaire. La coordination des politiques monétaires et budgétaires et leur dosage sont donc primordiales pour assurer un retour de l'inflation autour de sa cible de 2% et piloter un atterrissage en douceur des économies concernées.

Aux États-Unis, l'inflation (prix à la consommation) s'est repliée à 6,5% en variation annuelle au mois de décembre après 7,1% en novembre et un pic à 9,1% en juin dernier. L'inflation sous-jacente, hors énergie et composantes volatiles, s'est également réduite passant à 5,7% contre 6% précédemment. Par ailleurs, les données du marché du travail soulignent encore des tensions, bien que plus modestes. Les inscriptions hebdomadaires au chômage ont à nouveau reculé pour atteindre 250 000 personnes tandis que la croissance du salaire horaire s'est tassée à 4,6% en rythme annuel et le taux de chômage s'est réduit à 3,5%. Ces « signaux prix » sont encourageants mais méritent d'être confirmés avant de susciter une inflexion de la politique monétaire. Ils pourraient néanmoins plaider pour une remontée des taux de seulement 25 points de base (pb) lors de la prochaine réunion de la *Fed* en février au lieu de 50 pb jusqu'ici anticipé. Mais, les responsables de la *Fed* attendront d'avoir des preuves plus tangibles d'une baisse durable des pressions inflationnistes avant de mettre fin au cycle de resserrement des taux.

La production industrielle en zone euro est ressortie en hausse de 1% sur un mois en novembre en raison de moindres tensions sur l'offre de produits intermédiaires qui ont permis une poursuite de l'activité davantage liée au rattrapage des arriérés de commandes qu'à une hausse significative de la demande.

La fin des restrictions sanitaires en Chine et la grande réouverture des frontières après trois ans d'isolement soulèvent de nombreuses inquiétudes en Asie quant à la maîtrise réelle de l'épidémie dans le pays. La propagation du virus et l'engorgement des hôpitaux font craindre un retour en force d'une nouvelle vague épidémique mondiale d'autant que les déclarations officielles de décès semblent largement sous-estimées tant au regard des autres pays ayant essuyé les différentes vagues de Covid qu'au regard des files d'attente dans les hôpitaux et salons funéraires. Ce doute sur la transparence des autorités chinoises a conduit plusieurs pays de la région, dont la Corée du Sud et le Japon, à imposer des résultats négatifs au test Covid pour les passagers arrivant de Chine sous peine de mise en quarantaine. Des mesures qui ont froissé la diplomatie chinoise au point de réagir en retour par une suspension des visas de courte durée pour les voyageurs à destination de la Chine en provenance de ces pays. L'évolution de la situation reste très incertaine et fait craindre un retour des restrictions sanitaires, ce qui pourrait susciter des tensions sur l'offre de biens et une résurgence des pressions inflationnistes tout en affaiblissant le rythme de croissance du pays (+5% en 2023).

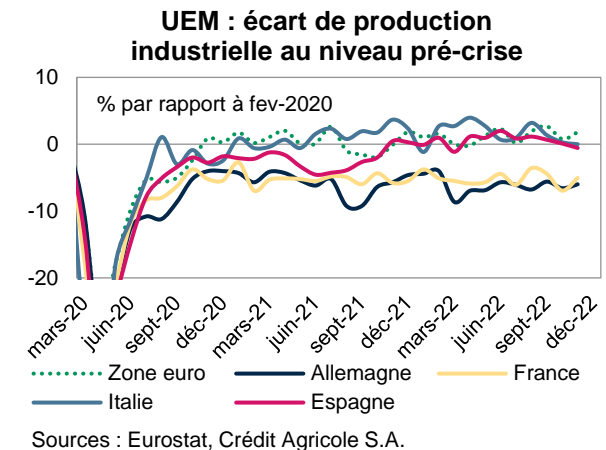
Sur les marchés actions mondiaux, les investisseurs semblent avoir retrouvé leur appétit pour le risque avec l'espoir d'une moindre hausse des taux d'intérêt en cas de baisse durable de l'inflation. Ainsi, l'*Eurostoxx 50* et le *S&P500* ont gagné respectivement 3,3% et 2,3% sur la semaine. Les rendements des obligations d'État à dix ans américaines et européennes se sont réduits de respectivement 11 pb et 10 pb, poursuivant l'inversion des courbes de taux habituellement annonciatrice d'une récession à venir. En parallèle, les *spreads* des souverains périphériques se sont singulièrement repliés, tout particulièrement en Italie (de 23 pb face au *Bund* allemand et de 8 pb pour l'Espagne), tandis que la prime de risque française s'est tendue de 3 pb. La devise européenne a continué de s'apprécier face au dollar (+2% sur la semaine) pour s'établir à son plus haut niveau depuis sept mois tandis que la livre sterling est globalement restée stable. Enfin, le prix du baril de pétrole en mer du Nord a gagné 7,4% en raison de l'espoir d'une accalmie sur les taux et d'une hausse de la demande chinoise de pétrole brut.

## Zone euro

### Zone euro : un rebond inattendu de la production industrielle en novembre

La production industrielle en zone euro a augmenté de 1% sur un mois en novembre après -1,9% en octobre. Cette amélioration relative de l'activité provient essentiellement de la production de biens d'équipements (+1% sur le mois) et de biens intermédiaires (+0,8%) tandis que celle en biens de consommation a reculé (-1%). La production d'énergie accuse également un repli (-0,8%). La ventilation par pays dévoile un net rebond de la production en France (+2,1% sur le mois) et un léger sursaut en Allemagne (+0,6%) tandis que l'activité industrielle poursuit son repli en Espagne (-0,7%) et en Italie (-0,3%). En rythme annuel, la zone euro dans son ensemble enregistre une hausse de 1,9% de la production industrielle, tirée par le secteur pharmaceutique mais aussi automobile, les machines et équipements et les produits informatiques tandis que l'industrie chimique et la métallurgie viennent peser sur l'activité globale en raison de la hausse du prix de l'énergie qui impacte davantage ces secteurs. Enfin, si la production industrielle dans la zone euro dépasse de 1,8% son niveau d'avant la crise sanitaire

(février 2020), l'Allemagne et la France semblent encore loin d'avoir comblé leur retard avec des écarts par rapport à leur niveau pré-crise de respectivement -6% et -5% tandis que l'Italie et l'Espagne atteignent tout juste leur niveau de l'époque.



**☑ Notre opinion** – La production industrielle en zone euro continue de se redresser depuis la crise sanitaire mais demeure encore très vulnérable. L'inflation énergétique semble avoir marqué le pas et la demande en biens industriels a plutôt bien résisté au mois de novembre. La résilience de la production s'explique également par la normalisation des arriérés de commandes en raison du desserrement des contraintes d'offre en matière de produits intermédiaires. Les problèmes d'approvisionnement se sont en effet réduits sensiblement ces derniers mois et devraient s'atténuer davantage avec la suppression complète des restrictions sanitaires en Chine si l'épidémie ne vient pas contrecarrer ce processus de normalisation de l'activité en Asie.

## Royaume-Uni

### Royaume-Uni : rebond surprise de l'activité en novembre, diminuant la probabilité d'une récession technique

Le PIB a crû de 0,1% au mois de novembre contre des anticipations pour une baisse (consensus : -0,2%) après un rebond (non-révisé) de 0,5% au mois d'octobre. Cette hausse en novembre est due au secteur des services qui progresse de 0,2% en novembre après +0,6% en octobre (chiffre révisé à la hausse par rapport à +0,5% précédemment). Quant aux deux autres principaux secteurs de l'économie, l'industrie se contracte de 0,2% (après une baisse de 0,1% en octobre) en raison d'une baisse dans le secteur manufacturier (-0,5%), tandis que le secteur de la construction a été stable sur le mois (après une hausse de 0,4% en octobre).

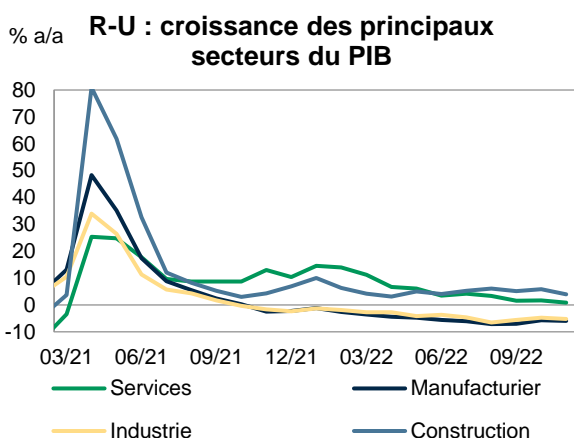
Le PIB se situe à présent 0,3% sous son niveau de pré-Covid (février 2020). Il baisse de 0,3% sur les trois derniers mois à fin novembre par rapport aux trois mois à fin août.

Les principaux contributeurs au rebond dans les services ont été le secteur des activités administratives et de support (+2% en variation mensuelle) ainsi que le secteur de l'information et des communications (+1,7%). Les activités en contact direct avec la clientèle progressent également (+0,4%) tout en restant 8,5% sous leur niveau de pré-Covid. L'ONS note l'effet positif de la Coupe du monde de football sur l'activité des bars et des restaurants (+2,2%). Par ailleurs, les ventes de gros et de détail ainsi que les agences de tourisme et de tour-opérateurs ont crû de 3,7%.

Les données de la balance commerciale pour le mois de novembre, également publiées ce vendredi, montrent une hausse de 5,5% du volume des exportations de biens et services sur les trois derniers mois à fin novembre, parallèlement à une baisse des importations de biens et services en volume (-3,2%). Cela suggère une probable contribution positive du commerce extérieur à la croissance au quatrième trimestre, tout en confortant les anticipations d'une baisse de la demande domestique sur le trimestre.

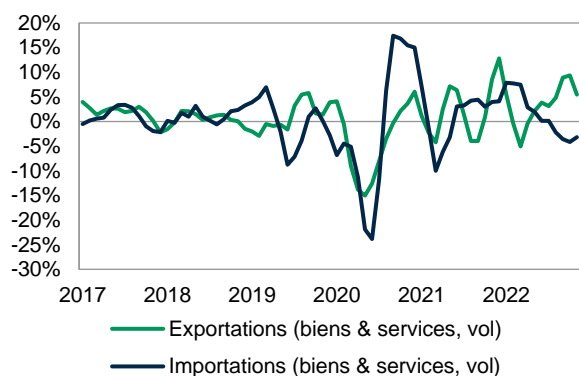
Les exportations en volume baissent vers l'UE, de -4,9% pour les biens et de -4,5% pour les services. Les exportations vers les pays non-UE baissent légèrement pour les biens (-0,2%) mais augmentent fortement pour les services (+23,5%).

Le déficit commercial en volume s'est resserré de 3,8 milliards de livres à 9,3 milliards sur les trois derniers mois à fin novembre. Une forte augmentation des exportations de biens (+10,3%) s'accompagne d'une baisse des importations de biens (-4%), notamment celles de nombreuses matières premières, la hausse de leurs cours pesant sur leur demande. Les importations de biens reculent à la fois depuis les pays de l'UE (-4,7%) et depuis les pays non-UE (-2,8%).



Source : ONS, Crédit Agricole S.A.

**R-U : commerce extérieur**



Source : ONS

**Notre opinion** – Après la chute du PIB au T3 (-0,3%), l'activité a été plus forte que prévu en octobre et en novembre, marquant deux rebonds consécutifs. L'acquis laissé par le mois de novembre pour le T4 2022 est légèrement positif (+0,1%). Une récession technique pourrait donc être évitée à condition que le mois de décembre ne soit pas trop négatif. Cependant, les enquêtes restent dégradées avec un PMI composite en zone de contraction en décembre pour le cinquième mois consécutif et suggérant une baisse du PIB de 0,3% sur le trimestre (en ligne avec notre prévision). Par ailleurs, le mois de décembre a été marqué par des mouvements sociaux d'envergure qui ont sans doute perturbé l'activité. Une baisse du PIB au quatrième trimestre reste donc possible, même si les données dures sont pour le moment meilleures qu'anticipé et en désaccord avec les enquêtes, suggérant un biais positif sur notre prévision. Le commerce extérieur pourrait

*de nouveau contribuer positivement à la croissance du PIB, comme c'était déjà le cas au T3, tandis que la demande domestique devrait baisser sur le trimestre.*

*Récession technique ou pas, cela ne change pas le constat d'une économie britannique à la peine, encore en dessous de son niveau de pré-Covid, ayant ainsi la plus faible performance parmi les pays développés, et un taux d'inflation supérieur aux pairs que les chiffres du commerce corroborent. En 2023, les difficultés pour la demande domestique s'accroîtront en raison de la hausse du coût du crédit, notamment des taux immobiliers, de la diminution à partir d'avril des aides d'État aux ménages et aux entreprises, de la hausse du taux d'imposition aux sociétés en avril et du ralentissement anticipé sur le marché du travail.*

## Pays émergents

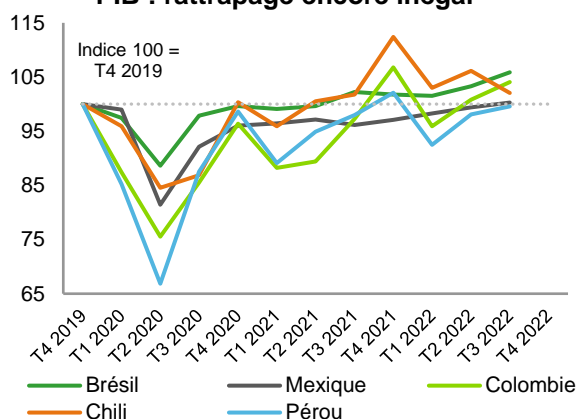
### Amérique latine

#### Amérique latine – 2022-2023 en quelques graphiques et quelques mots

Selon la Banque mondiale<sup>1</sup>, la croissance (estimée à 3,6% en 2022) de l'Amérique latine et des Caraïbes a mieux résisté qu'anticipé : consommation dynamique, amélioration du marché du travail, « reliquats » de soutiens fiscaux avant que le ralentissement économique mondial et le durcissement des conditions financières locales et internationales ne finissent par peser sur l'activité. La reprise s'est accompagnée d'une accélération précoce et massive de l'inflation (prix de l'énergie, de l'alimentation, diffusion à

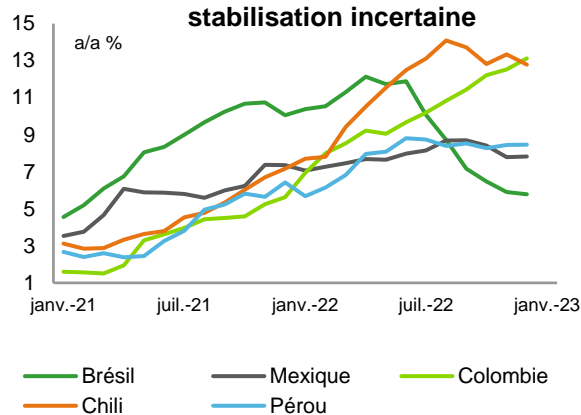
l'inflation sous-jacente, excès de demande notamment en Colombie et Chili). Excédant de très loin leurs cibles, les banques centrales ont mis en œuvre des politiques monétaires restrictives, devançant le cycle de resserrement américain initié en mars 2022. Soutenues par les prix des matières premières (notamment au premier semestre) et les écarts de rendements, les devises régionales ont, dans l'ensemble bien résisté, à l'exception du Peso colombien.

**PIB : rattrapage encore inégal**



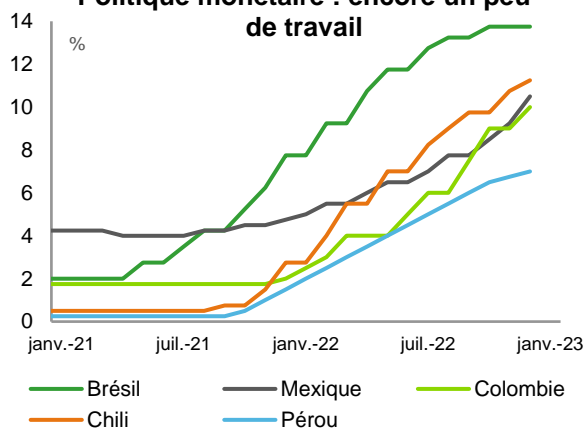
Sources : nationales, Crédit Agricole SA/ECO

**Inflation : entre décélération nette et stabilisation incertaine**



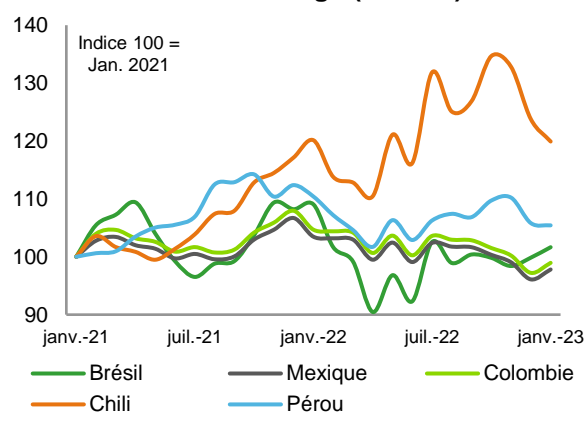
Sources : Banques centrales, Crédit Agricole S.A

**Politique monétaire : encore un peu de travail**



Sources : Banques centrales, Crédit Agricole SA/ECO

**Cours de change (vs USD)**



Sources : Bloomberg, Crédit Agricole SA/ECO

Après s'être repliés à la suite du déclenchement de la pandémie de Covid, les flux de portefeuille vers les pays émergents<sup>2</sup> se sont très nettement repris pour s'effondrer avant même que ne débute la guerre en Ukraine. Ils se situent désormais à un niveau extrêmement faible. Promue notamment par le resserrement monétaire américain, cette forte contraction fait apparaître en décembre 2022 des

sorties pour l'ensemble des régions à l'exception de la région latino-américaine, partiellement protégée par des taux de rendement locaux très élevés.

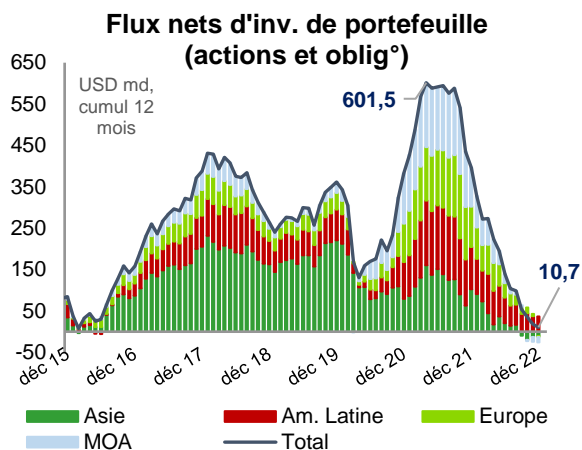
Pour 2023, une forte décélération est anticipée (croissance prévue à 1,3%) : ralentissement mondial marqué, épuisement du rebond de la consommation post-Covid, baisse des revenus réels, recul de

<sup>1</sup> Source : Global Economic Prospects, janvier 2023.

<sup>2</sup> Source : IIF Capital Flows Tracker, janvier 2023.

l'investissement, ajustement budgétaire, assouplissements monétaires rapides exclus, taux d'intérêt réels positifs. Le principal risque tient à un recul plus puissant qu'anticipé de la croissance mondiale, s'accompagnant d'un affaiblissement des prix des matières premières exportées (énergie, produits agricoles, métaux), couplé à une détérioration des termes de l'échange. Ces derniers sont étroitement corrélés à la croissance de l'investissement et la baisse des recettes d'exportation contribue à freiner la demande intérieure en général. Selon la Banque mondiale, comme au milieu des années 2010, il pourrait en résulter une période prolongée de faible croissance, potentiellement renforcée par une tendance à la pro-cyclicité budgétaire dans les pays exportateurs de matières premières.

heurtent à la réalité (contraintes budgétaires que seul un élargissement de la base fiscale peut desserrer, mode de développement largement fondé sur l'exploitation des matières premières) et à des parlements qui ne leur sont généralement pas acquis. Des relations conflictuelles entre les pouvoirs exécutif et législatif vont émailler l'année 2023.



Sources : IIF, Crédit Agricole SA/ECO

Outre le risque entourant la croissance, à brève échéance (mais aussi au-delà), il faudra compter avec un paysage politique complexe et une situation sociale irruptive. L'année 2022 s'est achevée sur l'éviction du président Pedro Castillo, suivie de l'annonce d'élections anticipées (au plus tôt en décembre 2023) qui ne signale pas la fin de l'instabilité sociale et politique. L'année 2023 a débuté par l'entrée en fonction du président Lula « perturbée » par les partisans violents de Bolsonaro. La demande sociale est forte et va au-delà des seuls sujets économiques (pauvreté, inégalité). Mais les présidents de gauche se

## Moyen-Orient et Afrique du Nord

### Égypte, Tunisie, Liban : de la difficulté à réformer pour bénéficier de l'aide du FMI


Les demandes du Fonds en contrepartie de son aide financière ne sont pourtant ni exceptionnelles ni insurmontables mais les pays du Moyen-Orient et d'Afrique du Nord ont les plus grandes difficultés à y répondre. Les réformes sont toutes de bons sens et ne devraient poser aucune difficulté particulière mais elles entrent en conflit avec les politiques économiques de gouvernements manquant parfois d'assise, voire de légitimité politique et d'une situation sociale très tendue dans les trois pays concernés.

**En Égypte**, le plan de soutien financier de 4 milliards USD a déjà fait l'objet d'un premier décaissement récent de 347 millions USD. La demande du FMI d'adopter un régime de change flottant est en cours de mise en place mais aboutit à l'effondrement de la livre sur les marchés, la Banque centrale (CBE) ayant désormais renoncé à soutenir la devise afin de protéger ses réserves de change. À ce stade, elle n'a pas encore mis en place les structures pour la création d'un véritable marché à terme de la devise. La flexibilisation du régime de change reste donc encore en partie en devenir, ce qui explique aussi les décrochages brutaux comme celui de début 2023. Une autre demande du FMI mérite d'être signalée car elle est très exceptionnelle : le Fonds souhaite une réduction du rôle de l'armée dans l'économie afin d'améliorer les règles d'une saine concurrence et donc un meilleur environnement des affaires. Cette demande illustre le poids qu'a pris le militaire dans l'économie depuis l'arrivée au pouvoir d'Al Sissi. Les autres conditionnalités concernent surtout le retour aux équilibres budgétaires et courants sans exigences particulières en dehors de conseils pour la réduction des subventions.

**En Tunisie**, l'accord de soutien récent de 1,9 milliard USD à quatre ans – décidé en octobre dernier – est suspendu à la mise en place d'une législation appropriée : la loi de finances 2023, les règlemen-

tations sur les taux bancaires (la fin des taux multiples) et, enfin la restructuration d'entreprises publiques surendettées, qui doit faire l'objet d'une loi spécifique. Ces trois demandes se heurtent sans doute à la situation politique complexe (l'absence de Parlement, à ce stade avant le deuxième tour des législatives et l'adoption des lois par décret) et des discussions du gouvernement avec le syndicat des fonctionnaires UGTT dans un contexte de modération des salaires de la fonction publique demandée par le FMI. On se rappelle que le Fonds avait déjà suspendu ses décaissements en mars 2017 et avait exprimé son désaccord en mai 2019 après des hausses de salaires des fonctionnaires, alors que la fonction publique est hypertrophiée.

**Liban** : au pays du Cèdre, la situation est beaucoup plus complexe en raison de la vacance du pouvoir, de l'effondrement des institutions, de la corruption extrême qui règne dans le pays et de la crise multiforme qui y sévit. Sans président de la République depuis la fin du mandat de Aoun, avec un gouvernement provisoire (intérim par Mikati) qui ne peut que gérer les affaires courantes depuis dix mois, et un Parlement englué dans son absence de majorité et de coalition de consensus, le pays n'est pas, à ce stade, en état de présenter au FMI une équipe technique pouvant prendre des décisions. Les conditions annoncées par le Fonds en mars dernier pour entamer des discussions sont les suivantes : 1/ établir un cadre de réforme fiscale, 2/ organiser la refonte du système bancaire, 3/ audit de la Banque centrale, 4/ audit d'Électricité du Liban (EdL), 5/ mise en place d'un contrôle des capitaux et d'un taux de change unique, 6/ levée du secret bancaire. Si certaines demandes nécessitent l'accord du Parlement libanais, des mesures techniques comme le contrôle des capitaux ou le taux de change unique pourraient être facilement adoptées si le pays n'était pas en état de délabrement institutionnel avancé.

 **Notre opinion** – *L'idée de certaines analyses selon lesquelles ce sont les aides financières qui, en soutenant des gouvernements en difficulté, participent au soutien des institutions et aident à la mise en place de réformes nous semble tout à fait erronée. La problématique des aides financières est que les pays concernés de la région souffrent parfois plus de problèmes lourds de solvabilité que de liquidité, ce qui va parfois un peu au-delà du mandat du FMI.*



## Europe centrale et orientale, Asie centrale

### L'Azerbaïdjan peut-il profiter de la grande recomposition géopolitique du Caucase du Sud ?

Depuis un mois, les 120 000 Arméniens de l'enclave du Karabakh sont sous blocus, la seule ligne de liaison terrestre avec l'Arménie, le corridor de Lachine, étant bloqué par des groupes azéris, qui se présentent comme des éco-activistes dénonçant l'exploitation de mines dans l'enclave. Evidemment, la situation n'a rien d'un « simple » conflit écologique. Non seulement, elle crée un nouveau risque de guerre entre l'Arménie et l'Azerbaïdjan, mais elle est très grave sur le plan humanitaire, puisque la population serait privée d'approvisionnements d'urgence. Les troupes d'interposition russes, en place depuis le cessez-le-feu de 2020, semblent par ailleurs incapables de gérer la situation – signalant, s'il le fallait encore, que Moscou ne contrôle plus son étranger proche.

Enfin, ce blocus est un nouveau signal qui confirme une évolution géopolitique majeure : le conflit en Ukraine a déclenché une grande recomposition géopolitique du Caucase-Sud, dont les premiers symptômes existaient avant la guerre, et dont l'issue sera très importante pour l'Europe. Tous les États de la région le savent et sont en train, très vite, d'avancer leurs pions.

#### Le verrou de l'Eurasie

Or, cette région est tout sauf anecdotique : elle est devenue le seul verrou logistique praticable de l'Eurasie, située à la croisée d'un « Nord South corridor <sup>3</sup> » que la guerre paralyse pour partie, et d'un « Middle corridor » qui, au contraire, bénéficie du conflit, puisqu'il permet de joindre la Chine à l'Europe sans passer par la Russie – partant de l'Asie centrale, ce corridor tire un trait vers la Turquie en traversant d'abord la Caspienne par bateau, puis l'Azerbaïdjan et la Géorgie par route ou rail. Sur les neuf premiers mois de 2022, le volume des biens transportés y aurait été multiplié par trois, selon Eurasianet, et le Kazakhstan vient même de livrer de l'Uranium au Canada par cette route. C'est également par-là que doit passer le pétrole et le gaz vers l'Europe et la Turquie. Rappelons que l'été dernier, Ursula van der Leyden a signé dans la hâte un mémorandum avec les autorités de Bakou pour importer du gaz. L'Europe pourrait aussi recevoir de l'électricité azérie à partir de 2029 puisqu'un câble électrique qui sera posé au fond de la mer Noire est censé relier l'Azerbaïdjan et la Géorgie à la Roumanie et la Hongrie. D'autres domaines de coopération sont évoqués, dans la production d'hydrogène notamment, secteur où la BERD est déjà très active en Azerbaïdjan.

#### L'Arménie fragile face au couple turco-azéri

L'enjeu du conflit arméno-azéri est donc énorme dans ses répercussions, et pour l'instant, ce sont

surtout les deux grands alliés de la région qui profitent du domino géopolitique : la Turquie et l'Azerbaïdjan. Mais le traité de paix que l'on espérait début 2022 entre Bakou et Erevan semble reculer tous les jours, d'autant que les Arméniens sont fragilisés par la quasi-disparition du soutien russe. Si paix il y a, les Azéris sont donc pour l'instant en situation de force, soutenus par les Turcs, et les Arméniens redoutent de leurs voisins une géopolitique agressive « du salami », consistant à réduire progressivement leur territoire. Lachine est en première ligne, mais aussi le passage par le sud de l'Arménie vers l'exclave azérie du Nakhitchevan, le long de la rivière Araxe, dont les mille kilomètres courent de la Turquie vers l'Azerbaïdjan.



#### Le rêve azéri : être un hub régional

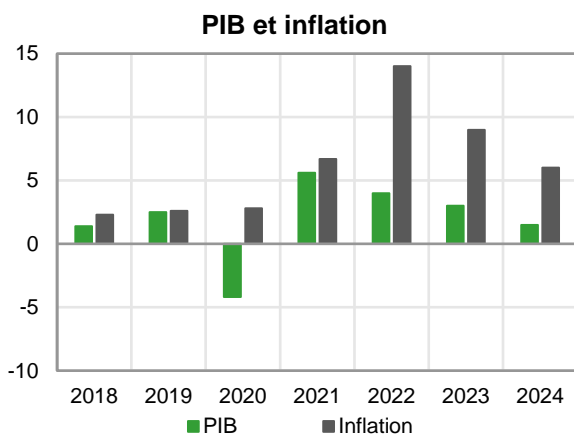
Pour Bakou en revanche, la recomposition géopolitique régionale est une occasion historique de matérialiser un objectif que le pays affiche depuis longtemps, parce qu'il le considère comme sa vocation naturelle : devenir un hub régional incontournable, logistique, énergétique et touristique. À vrai dire, c'est la seule stratégie lisible de développement pour un pays qui est confronté à l'attrition prochaine de sa rente pétrolière (4% de hausse entre janvier et septembre 2022, soit sous les quotas OPEC+, et un déclin probable dans les trois ans qui viennent), et surtout, un pays qui n'a pour l'instant jamais réussi à se diversifier : rappelons que le secteur énergétique représente toujours 90% des exportations et 50% du PIB. Cette inertie dans la rente n'a d'ailleurs fait que renforcer l'inégalité des revenus et la centralisation du pouvoir autour du clan Aliiev, que la victoire fanfaronnante de 2020 contre l'Arménie n'a évidemment pas amoindrie...

Néanmoins, quelque chose de nouveau semble effectivement pointer l'an dernier dans l'économie azérie : le PIB hors énergie aurait augmenté de 9,6% entre janvier et septembre et tous les indicateurs liés au transport sont à la hausse sur la même période (+37% pour le nombre de passagers). Le tourisme a

<sup>3</sup> Nord South corridor

également été multiplié par deux sur un an, Turcs, Saoudiens et Indiens comptant pour 90% des visiteurs. La conjoncture est donc très bonne, malgré la proximité de la guerre, et en contraste très net avec l'Europe. Par ailleurs, comme dans les pays du Golfe, l'émirat caucasien a beau jeu de profiter des prix élevés du pétrole et affiche un surplus historique du solde courant, de l'ordre de 22% du PIB selon Standard and Poor's. Le budget de l'État n'est pas en reste avec un excédent de 7,7% l'an dernier et des actifs publics, incluant le Fonds souverain Sofaz, qui couvrent largement la dette du pays jusqu'en 2025 – la dette publique étant passée de 36% en 2016 à 19% en 2022.

Bref : la notation souveraine sort très consolidée de cette guerre, faisant un peu oublier le défaut de la banque IBA, qui avait sérieusement écorné la réputation de « willingness to pay » de ce pays. Néanmoins beaucoup de fragilités perdurent, notamment le niveau de dollarisation trop élevé des banques. Alors, peut-on vraiment croire à la naissance d'un hub régional azéri, et peut-on croire que ce scénario puisse changer la trajectoire d'un pays où la plupart des analystes attendent au contraire une croissance vite ralentie, dans un contexte d'inflation élevée ? Ce serait évidemment un *game-changer* pour l'Azerbaïdjan mais aussi pour toute pour la région. Pour l'instant, rien n'est moins sûr.



Source : Standard and poor's

Pour que le rêve azéri se réalise, il faudrait en effet beaucoup d'investissements. Or le taux d'investissement sur PIB de ce pays reste très faible, à 14% cette année, et c'est d'autant plus frappant que l'épargne est quant à elle très élevée. Quant aux flux nets d'investissements directs, ils sont négatifs : le pays investit plus à l'extérieur qu'il ne reçoit de projets. Enfin, Bakou est très mal classé dans les indicateurs de logistique de la Banque mondiale<sup>4</sup>, et le secrétaire général de l'association TITR (Trans-caspian international transport route) déclare lui-même que les problèmes logistiques sont particulièrement nombreux en Azerbaïdjan et en Géorgie, ainsi que dans tous les ports congestionnés de la

Caspienne. Selon la Banque mondiale, la faible productivité des entreprises d'État en charge des travaux d'infrastructures dans la région, n'y est d'ailleurs pas pour rien. Quant aux trois gazoducs du *Southern Gaz Corridor*, le SCP (Caucase sud), le TANAP (tube transanatolien vers la Turquie) et le TAP (livraison vers la Grèce et l'Italie), ils seraient proches de leur capacité maximale, ce qui fait dire à certains experts que l'Europe est trop optimiste quand elle attend de Bakou une alternative au gaz russe. La production de gaz azérie devrait certes passer de 47 Mds de m<sup>3</sup> en 2023 à 49,7 Mds en 2025, mais l'augmentation de la consommation nationale, géorgienne et surtout turque, laisserait un surplus limité pour l'Europe, qui ne devrait guère dépasser 15 Mds m<sup>3</sup> en 2026. Il n'est donc pas exclu que les Azéris soient obligés un jour d'acheter du gaz aux Turkmènes pour respecter leurs engagements envers l'Europe.

**La réponse caucasienne au *friendshoring* occidental ?**

Conscients de l'enjeu à long terme et surtout, du moment stratégique, les autorités azéris font donc feu de tout bois pour lancer des coopérations qui matérialisent le rêve logistique du pays.

Mis à part la lune de miel avec l'Europe, l'autre axe de développement pourrait bien être avec l'Iran et la Russie, n'en déplaise à la diplomatie européenne des droits de l'Homme, et malgré le conflit territorial historique avec l'Iran – base du rapprochement azéri avec Israël, où un ambassadeur a été nommé pour la première fois. Mais Bakou sait que le vide géopolitique ne le reste jamais longtemps et un mémorandum tripartite de construction d'une voie ferrée a donc été signé entre Moscou, Bakou et Téhéran, qui devrait connecter par rail les deux grands pays sous sanctions grâce au réseau azéri. Mais c'est avec l'Asie centrale que le rapprochement s'accélère le plus grâce à de multiples rencontres et accords, dont les Turcs sont souvent partie prenante, dans les domaines énergétiques, logistiques et alimentaires. Pour le Turkménistan, jusqu'alors très isolé, cela offre une chance de diversification des livraisons de gaz destinées surtout à la Chine, et dans une moindre mesure à la Russie.

La trajectoire politique et économique de l'Azerbaïdjan va donc avoir de l'importance pour l'Europe, pas seulement en tant que fournisseur énergétique, mais surtout en tant que maillon actif de la réorganisation géopolitique de l'Eurasie. Mais c'est aussi l'une des zones où l'Union européenne va devoir affronter de plus près ses propres contradictions entre réalisme géoéconomique et diplomatie des droits de l'Homme. S'il dégénère en crise humanitaire, le blocus du Karabakh va enfin rappeler à la mémoire de la communauté internationale que cette zone en feu ne peut pas être ignorée.

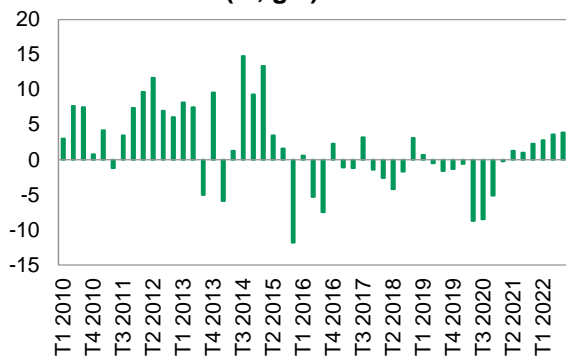
<sup>4</sup> [Improving Transport Connectivity in Central Asia Requires a Coherent Approach \(worldbank.org\)](https://www.worldbank.org/fr/press/2022/04/2022-04-20-improving-transport-connectivity-in-central-asia-requires-a-coherent-approach)

## Afrique sub-saharienne

### Angola : au T3 2022, la croissance économique reste bien orientée

L'Angola a enregistré au troisième trimestre 2022 une croissance de 3,9% par rapport à la même période en 2021 et une croissance cumulée de 3,4% sur les neuf premiers mois de 2022, en ligne avec le consensus qui tablait sur une croissance annuelle de 3,1%. Le pays poursuit ainsi sa reprise économique à un niveau jamais connu depuis le deuxième trimestre de 2015 (suite au choc sur les cours des matières premières).

Evolution trimestrielle du PIB (% g.a)



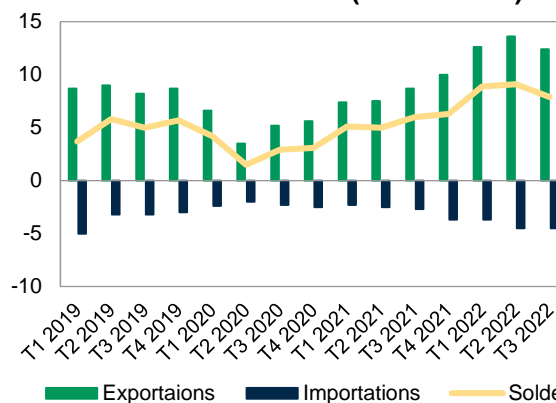
Source : Instituto Nacional de Estatística, Crédit Agricole S.A.

Cette progression du PIB est principalement tirée par la croissance des secteurs de l'agriculture et de l'élevage (4,7% avec une contribution à la croissance de +0,32 pp), de la pêche (12,3%, soit +0,31 pp), de l'industrie pétrolière (2,7%, soit +0,81 pp) soutenue par la hausse des cours mondiaux et de la production, de l'industrie minière (8,2%, soit +0,14 pp), des transports et logistique (25,8%, soit +0,49 pp) et de l'intermédiation financière et de l'assurance (41,6%, soit 0,36 pp).

Du côté des échanges commerciaux, le prix élevé du baril, conséquence de la guerre en Ukraine, a fortement bénéficié à la balance commerciale de l'Angola. Bien que l'envolée des cours du pétrole se soit estompée au fil des mois et que les exportations se soient légèrement contractées au troisième trimestre 2022 par rapport au trimestre précédent (-9%), en g.a. elles ont augmenté de 48,7% au troisième trimestre soutenues par la hausse des exportations d'hydrocarbures (52,8%). Les importations ont également augmenté mais moins rapidement, soit +7,5% en g.a. Ainsi, la balance

commerciale demeure excédentaire et enregistre même une progression de 71% en g.a.

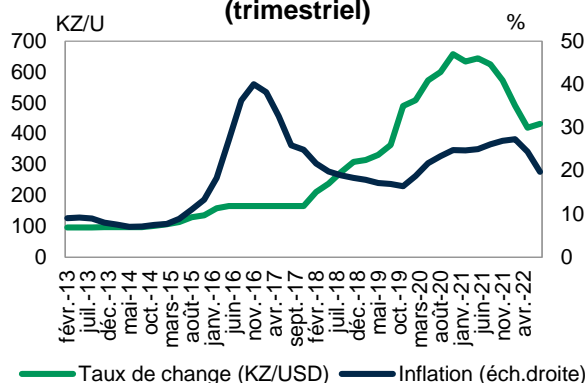
Balance commerciale (en Mds USD)



Source : Banque centrale de l'Angola, Crédit Agricole S.A.

Par ailleurs, la hausse des prix du pétrole et l'amélioration des termes de l'échange traduisent un avantage pour le taux de change. On observe ainsi une nette appréciation de la monnaie locale (le kwanza) face au dollar américain qui s'échangeait en moyenne à 444 KZ/USD sur les trois premiers trimestres de 2022. Le kwanza se remet en effet de la forte dépréciation connue en 2021, année durant laquelle il a atteint son plus bas niveau, soit 619 KZ/USD. Par conséquent, cela a permis d'atténuer l'impact de la hausse des prix mondiaux sur l'inflation qui a reculé à 20% au troisième trimestre contre 27% au premier et 24% au deuxième.

Inflation et taux de change (trimestriel)



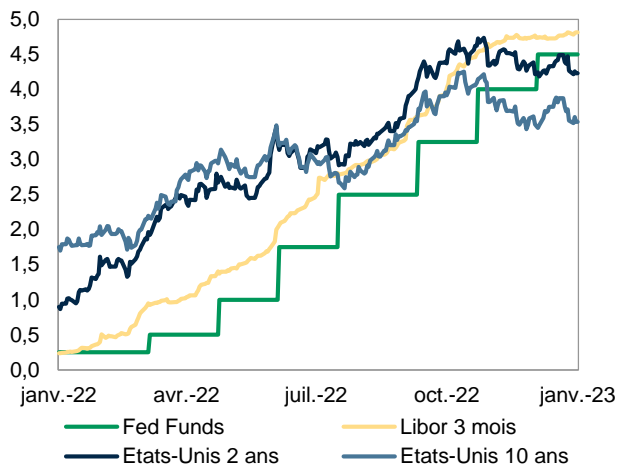
Source : Banque centrale de l'Angola, Crédit Agricole S.A.

**Notre opinion** – Bien que l'année 2022 semble être de bonne augure pour l'économie angolaise, l'une des trois premières économies d'Afrique sub-saharienne, la croissance sera moins dynamique sur le court terme. Dans son nouveau rapport « Global Economic Prospects » publié au début de l'année, la Banque mondiale a revu sa prévision de croissance sur la période 2023-2024 à la baisse (-0,4 pp par rapport aux prévisions de juin 2022), à 2,8% en moyenne. Ce ralentissement s'expliquerait par la baisse des cours du pétrole et la poursuite de la mise en place de mesures budgétaires pour réduire la dette qui pèsera sur les dépenses de l'État.

## Tendances à suivre

### Taux d'intérêt en dollar américain

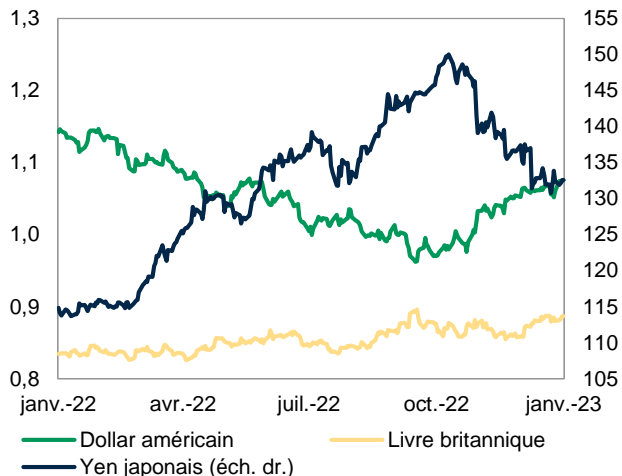
%, interbancaire (Londres) et souverains (États-Unis)



Source : Thomson Reuters

### Taux de change des principales devises

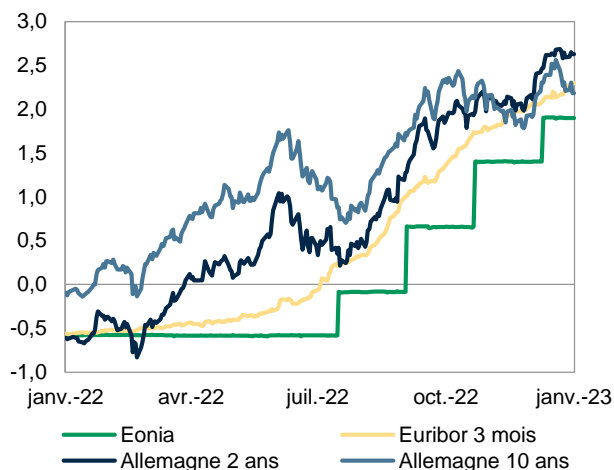
EUR/USD, EUR/GBP et USD/JPY



Source : Thomson Reuters

### Taux d'intérêt en euro

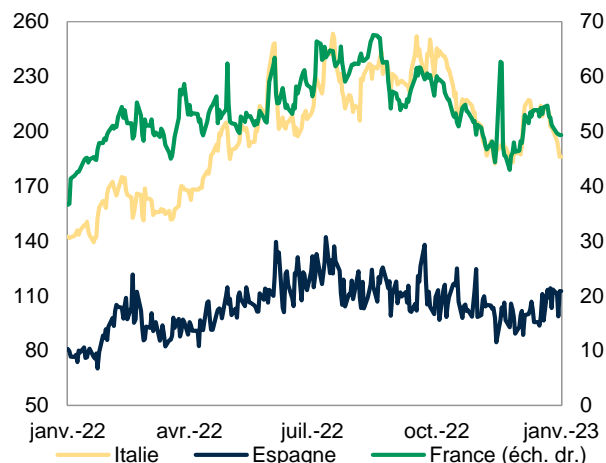
%, interbancaires (Londres) et souverains (Allemagne)



Source : Thomson Reuters

### Spreads souverains européens avec le Bund

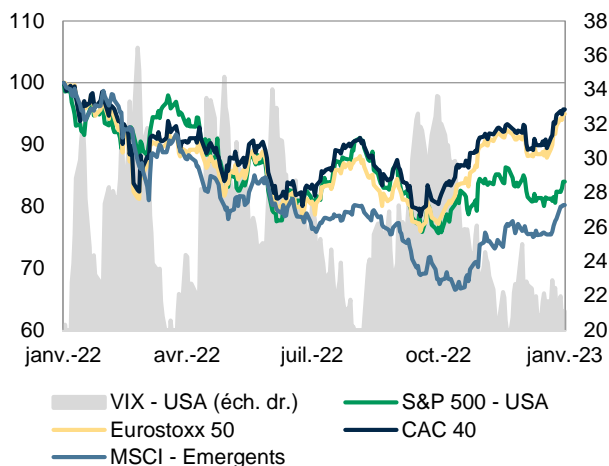
Pdb, dette en EUR à dix ans



Source : Thomson Reuters

### Marché actions

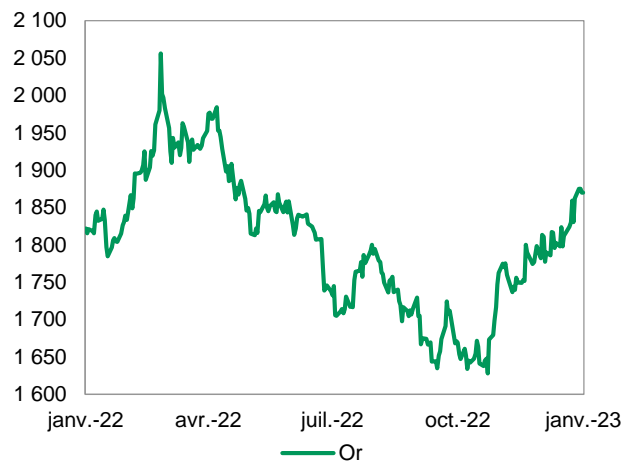
Indice boursiers (100 = début de période) et volatilité VIX



Source : Thomson Reuters

### Cours de l'once d'or

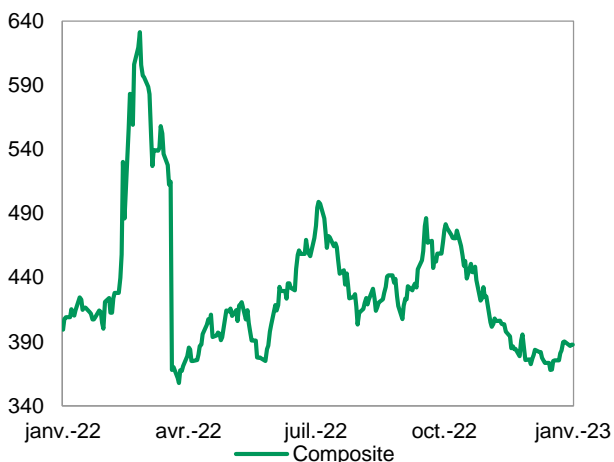
USD/Once troy (Londres)



Source : Thomson Reuters

### Spreads souverains émergents avec le T-Bond

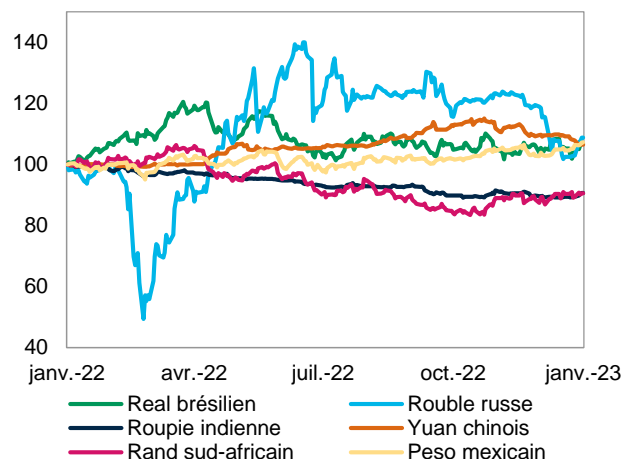
Indices EMBI+ (pdb, dette en USD de plus d'un an)



Source : JP Morgan

### Devises émergentes

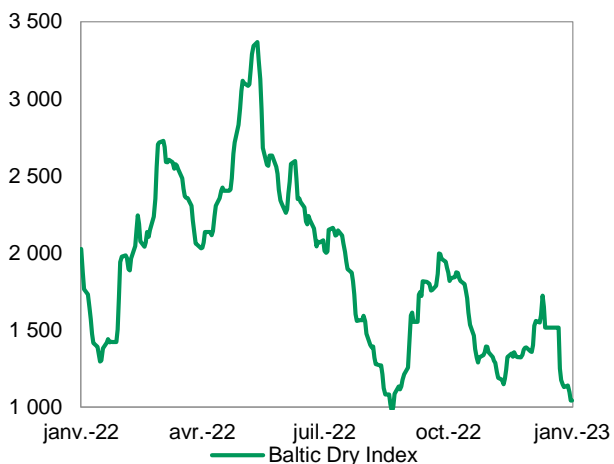
/USD (indice 100 = début de période)



Source : Thomson Reuters

### Coût du transport maritime de vrac sec

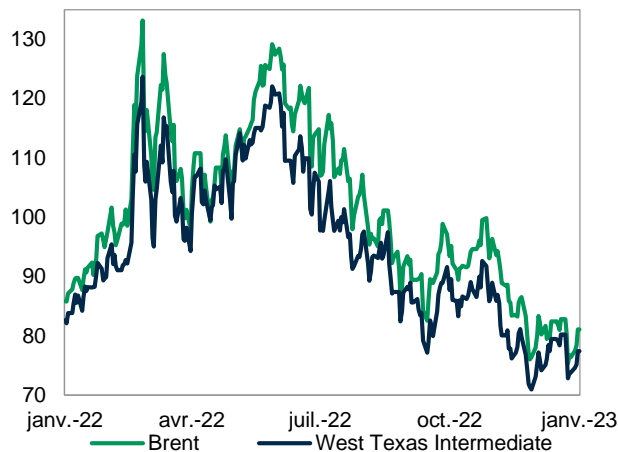
Baltic Dry Index (USD/point)



Source : Baltic Exchange

### Cours du baril de pétrole brut en USD

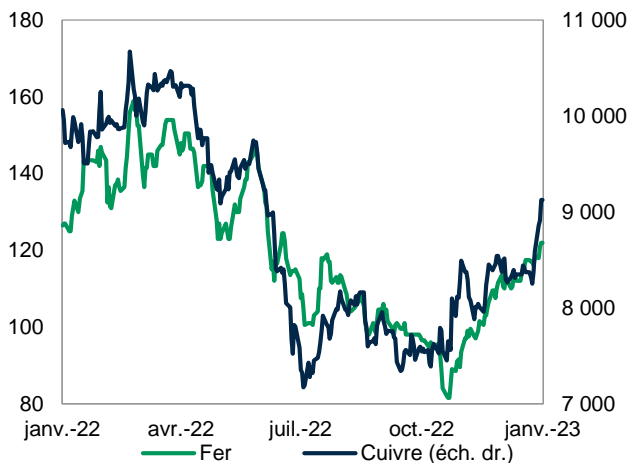
Brent (mer du Nord) et WTI (golfe du Mexique)



Source : Thomson Reuters

### Cours des métaux

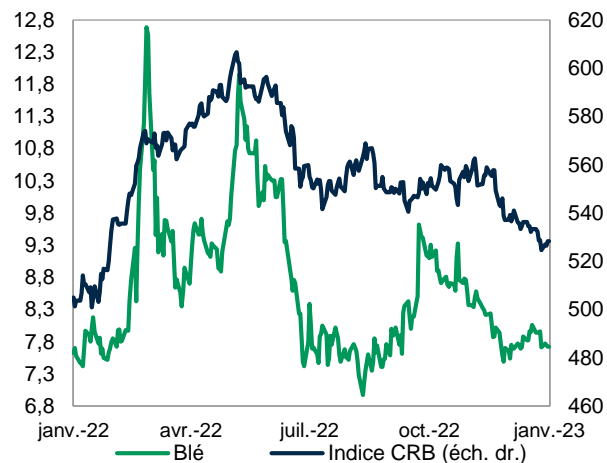
USD/tonne métrique



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 2023-2024 – Décembre 2022

### [Un retournement d'une nature inédite](#)

Date	Titre	Thème
12/01/2023	<u><a href="#">La mondialisation au secours du climat</a></u>	Monde
11/01/2023	<u><a href="#">Espagne – Scénario 2023-2024 : la fin du rebond</a></u>	Europe
11/01/2023	<u><a href="#">Tunisie – L'effondrement d'une démocratie balbutiante</a></u>	Afrique et Moyen-Orient
10/01/2023	<u><a href="#">Royaume-Uni – Scénario 2023-2024 : de la stagnation à la récession</a></u>	Royaume-Uni
09/01/2023	<u><a href="#">Zone euro – Un fléchissement de l'inflation qui mérite prudence avant de crier victoire !</a></u>	Zone euro
09/01/2023	<u><a href="#">Allemagne – Scénario 2023-2024 : vers une récession brève et limitée !</a></u>	Europe
06/01/2023	<u><a href="#">Monde – L'actualité de la semaine</a></u>	Monde
06/01/2023	<u><a href="#">France – Scénario 2023-2024 : l'économie à l'épreuve de l'inflation</a></u>	France
02/01/2023	<u><a href="#">L'OBSERVATOIRE financier des entreprises agroalimentaires</a></u>	Agri-Agro-alimentaire
20/12/2022	<u><a href="#">Parole de banques centrales – La BCE s'inscrit dans un long chemin de hausse des taux : « Il ne suffit pas de frapper et de se retirer »</a></u>	Union européenne
20/12/2022	<u><a href="#">Parole de banques centrales – La Banque d'Angleterre : moins vite, toujours en alerte</a></u>	Royaume-Uni

### Études Économiques Groupe – Crédit Agricole S.A.

12, place des États-Unis – 92127 Montrouge Cedex

**Directeur de la publication :** Isabelle JOB-BAZILLE

**Rédacteurs en chef :** Paola MONPERRUS-VERONI, Tania SOLLOGOUB, Armelle SARDA

**Zone euro :** Pierre BENADJAUD, Ticiano BRUNELLO, Olivier ELUERE, Paola MONPERRUS-VERONI (coordination zone euro), Sofia TOZY, Philippe VILAS-BOAS

**États-Unis, Royaume-Uni, Irlande, pays scandinaves :** Slavena NAZAROVA

**Europe centrale et orientale, Asie centrale :** Tania SOLLOGOUB (coordination pays émergents), Ada ZAN

**Asie :** Sophie WIEVIORKA

**Amérique latine :** Catherine LÉBOUGRE (coordination scénario)

**Afrique du Nord, Moyen-Orient :** Olivier LE CABELLEC

**Afrique sub-saharienne :** Ayathassen BENSALD

**Documentation :** Dominique PETIT, Elisabeth SERREAU

**Statistiques :** Alexis MAYER, Jorge MAMANI SORIA

**Réalisation et Secrétariat de rédaction :** Véronique CHAMPION

**Contact :** [publication.eco@credit-agricole-sa.fr](mailto: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.*