

# Perspectives

Hebdomadaire – N°23/269 – 13 octobre 2023

## MONDE – L'actualité de la semaine

☞ <i>Les marchés ne sont pas passés en mode « panique »</i> .....	2
☞ <i>La science de la patience ou l'assurance contre le risque</i> .....	3
☞ <i>France : les ménages et les entreprises modifient leur comportement face à l'inflation</i> .....	4
☞ <i>Italie : reprise de la production industrielle, un mirage ?</i> .....	5
☞ <i>Allemagne : le creux serait atteint dans l'industrie</i> .....	6
☞ <i>Espagne : l'emploi résiste au T3</i> .....	7
☞ <i>Hong Kong : l'éternelle question du « peg »</i> .....	8
☞ <i>Pays du Golfe : les indices boursiers très corrélées au prix du pétrole</i> .....	10
☞ <i>Oman : le Fonds souverain beaucoup plus capitalisé qu'attendu</i> .....	10
☞ <i>Afrique sub-saharienne : la croissance économique de la région revue à la baisse pour 2023</i> .....	11

## Les marchés ne sont pas passés en mode « panique »

La guerre entre Israël et le Hamas ne s'est pas traduite par une vague d'aversion au risque submergeant les marchés. Au cours de la semaine écoulée, alors que le prix du pétrole s'est « raisonnablement » redressé, mais n'affiche sur un an qu'une hausse limitée à 3%, seuls le repli des taux de rendement des souverains « sans risques » (Allemagne, États-Unis, *swap* dix ans zone euro) et l'effritement de l'euro contre le dollar témoignent d'une certaine prudence. Celle-ci ne s'est pas étendue aux actifs plus risqués qui témoignent d'une résistance étonnante : les marchés actions progressent et les primes de risque se contractent. Faute de vision sur le risque d'embrasement régional et de diagnostic sur les implications économiques à court et long termes du conflit, notamment sur les prix de l'énergie, les marchés n'ont pas opté pour un positionnement exagérément défensif. Le ton a donc été donné par des considérations plus « basiques ».

La résistance de l'inflation américaine de septembre a, de nouveau, déçu les attentes de repli. Les prix ont augmenté de 0,4% au cours du mois, laissant la progression sur douze mois inchangée à 3,7%. La baisse seulement très modeste de l'inflation sous-jacente (0,3% sur un mois, soit 4,1% en glissement annuel, après 4,3% en août) encore dopée par les prix des services a fait craindre que les progrès ne soient désormais que très lents : le tableau suggère que le chemin menant vers la cible de 2% risque d'être long et semé d'embûches.

Par ailleurs, selon le procès-verbal de la réunion du FOMC de septembre (au cours de laquelle la *Fed* a maintenu la fourchette cible des *Fed Funds* inchangée entre 5,25/5,50%), la plupart des membres du comité continuent de craindre des risques haussiers sur l'inflation, risques émanant notamment des marchés pétroliers mondiaux, de potentiels chocs sur les prix alimentaires, d'un marché immobilier fort. Le procès-verbal indique

également qu'il convient de patienter. Patienter afin d'avoir une vue plus claire sur la poursuite du processus de désinflation et l'équilibre offre-demande sur le marché du travail. Patienter que parviennent des preuves claires d'un ralentissement au quatrième trimestre, alors que la croissance, plus résistante que prévu, devrait encore être solide au troisième trimestre. Mais, quelques participants notent une augmentation des taux de défaut de paiement sur certains types de crédit à la consommation et font remarquer que les ménages sont de plus en plus sensibles aux prix. Enfin, le rapport indique que les risques d'un resserrement monétaire « trop important par rapport à ceux d'un resserrement insuffisant » se rapprochent de l'équilibre.

À l'opposé du dynamisme américain, les données de commerce extérieur et de prix viennent confirmer les difficultés de la Chine à renouer avec une croissance plus vive. En septembre, pénalisées par la faiblesse de la demande mondiale, une faiblesse généralisée à toutes les régions et à tous les types de produits, les exportations chinoises ont reculé de 6,2% sur un an. Les importations se sont également repliées de 6,2% confirmant la faiblesse globale de la demande intérieure mais signalant des « zones » de résistance : matériaux de construction (incitation faite par Pékin aux gouvernements locaux d'accroître les dépenses en infrastructures), importations d'énergie (charbon, pétrole brut) en raison des inquiétudes persistantes concernant la sécurité énergétique. L'inflation, ou plutôt son inexistence, signalent que la demande interne reste très (trop) peu dynamique. En raison de la baisse des prix des produits alimentaires, l'inflation totale sur douze mois est nulle, alors que l'inflation sous-jacente est stable à 0,8% grâce aux prix des services.

## Éditorial

### La science de la patience ou l'assurance contre le risque

Le débat sur la dose pertinente de resserrement monétaire continue d'être alimenté par des contributions intéressantes prônant des solutions différentes.

Dans son dernier scénario économique mondial d'octobre, le FMI explore le rôle du canal des anticipations d'inflation dans la persistance de l'inflation et dans la modulation de l'action de l'autorité monétaire. L'étude souligne l'importance croissante des anticipations à court terme pour comprendre la dynamique de l'inflation et, notamment, le rôle des agents fixant leurs anticipations sur la base de l'inflation passée par rapport aux agents fixant leurs anticipations sur la base des perspectives d'inflation. Les premiers dominent dans des économies, principalement émergentes, où la capacité des banques centrales à signaler l'évolution future de l'inflation est limitée. Ces comportements amplifient les pressions inflationnistes et diminuent la puissance de la politique monétaire, puisque ces agents en intègrent mal les impacts futurs. Les économies avancées, en revanche, se caractérisent par une prépondérance d'agents « *forward looking* » : c'est le fruit de la crédibilité que les banques centrales ont acquise par leur indépendance et des politiques strictes et réussies de stabilisation des prix.

Les *minutes* récemment publiées de la dernière réunion du Conseil des gouverneurs de la BCE nous décrivent néanmoins des banquiers centraux encore prudents quant à l'évolution des anticipations d'inflation à court terme. En août, les anticipations des prévisionnistes professionnels ont été légèrement révisées à la hausse pour les années 2024 et 2025, même si à l'horizon 2028 elles continuent d'indiquer une inflation à la cible (2,1%), et leur équilibre des risques est toujours orienté à la hausse. Cette répartition asymétrique de l'inflation attendue, conjuguée à des primes de risque d'inflation élevées relayées par les indicateurs de marché, signalent la crainte que les chocs d'offre deviennent plus fréquents à l'avenir. Cela semble avoir justifié le choix de la BCE d'une nouvelle hausse des taux lors de la dernière réunion du

Conseil des gouverneurs le 14 septembre. Assurer un rythme plus sûr de désinflation et acheter une assurance contre les risques d'une inflation à la hausse en étaient les objectifs.

Tout en validant le tableau d'un recul des pressions sur les prix « en amont », la BCE était néanmoins soucieuse de l'asymétrie dans la répercussion de la hausse et de la baisse des coûts des intrants sur les prix à la consommation. En effet, la part des entreprises qui baissent leurs prix est – bien qu'en augmentation – encore bien inférieure à la part des entreprises qui augmentaient leurs prix quand les coûts des intrants croissaient.

Une lecture intéressante de l'origine de ces asymétries dans la répercussion des coûts est fournie par le 26<sup>e</sup> « *Geneva Report* » sur l'économie mondiale qui pointe la nécessité de prendre en compte le délai des ajustements de prix relatifs nécessaires pour une allocation efficace des ressources. En effet, les chocs récents ont engendré, à la fois, des perturbations dans les chaînes de valeur et des recompositions de la demande entre secteurs qui requièrent un long changement des prix relatifs pouvant déterminer une réponse plus lente et persistante de l'inflation « *core* ». Ces chocs d'offre ont généré une forte hétérogénéité sectorielle dans la réponse des prix qui alimente des vagues retardées d'inflation (selon l'intensité des secteurs en énergie ou en intrants plus chers) avec une transmission qui dépend de la structure « *input-output* » de l'économie et des rigidités sectorielles des prix.

Le rapport suggère qu'une certaine tolérance à cette inflation additionnelle liée à la propagation tout au long des chaînes de valeur peut faciliter les ajustements des prix relatifs et la réallocation efficace des ressources. Il incite donc à pondérer le risque de désancrage des anticipations d'inflation par les bénéfices d'une meilleure allocation des ressources que risque d'entraver un resserrement trop marqué.

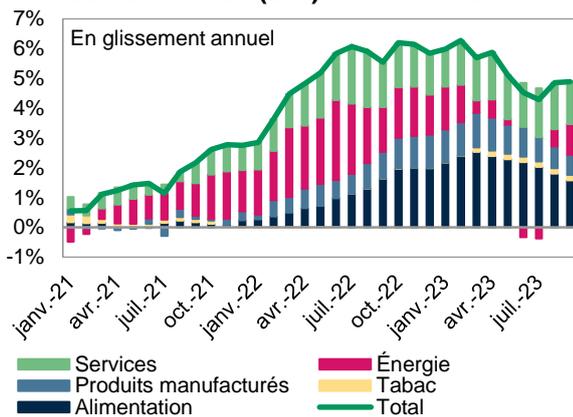
## Zone euro

### France : les ménages et les entreprises modifient leur comportement face à l'inflation

L'Insee a publié ce vendredi 13 octobre les résultats détaillés de l'inflation de septembre. L'institut revient en outre sur plusieurs faits marquants en lien avec l'inflation dans sa dernière note de conjoncture<sup>1</sup>.

En septembre, les prix à la consommation sont en repli de 0,5% sur un mois, un chiffre confirmé par l'Insee dans ses résultats définitifs. Fait notable, les prix de l'alimentation, en forte hausse depuis le déclenchement de la guerre en Ukraine, se replient également (de -0,3%), et ce pour la première fois depuis octobre 2021. Sur un an, l'inflation est stable à +4,9%, le ralentissement des prix de l'alimentation, des services et des produits manufacturés étant compensé par l'accélération des prix de l'énergie. Ce chiffre reste bien en-deçà du pic enregistré en février, à +6,3% en glissement annuel. L'inflation sous-jacente<sup>2</sup>, sur laquelle la politique monétaire est plus susceptible d'influer, est également stable sur un an, à +4,6%, un chiffre là aussi en recul par rapport au pic enregistré cette fois en avril, à +6,3%.

#### Inflation totale (IPC) et contributions



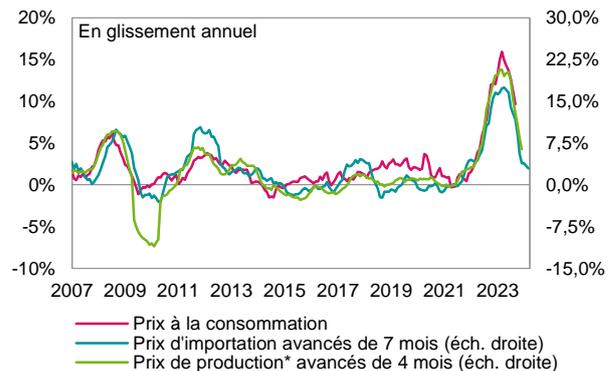
Derniers points : septembre 2023  
Sources : Insee, calculs Crédit agricole S.A.

Les prix alimentaires, premiers contributeurs à l'inflation totale depuis l'automne 2022, augmentent de 9,7% sur un an, un chiffre nettement inférieur au pic enregistré en mars (+15,9%), mais qui reste très élevé. Les prix de production et d'importation, qui sont des indicateurs avancés, suggèrent que le repli de l'inflation alimentaire devrait se poursuivre.

En septembre 2023, près des trois quarts des ménages déclarent avoir modifié leurs habitudes de consommation face à l'inflation sur les douze derniers mois, d'après l'Insee. Ces changements portent en premier lieu sur l'énergie du logement (pour 51% des ménages), puis sur l'alimentation

(pour 47% d'entre eux). Concernant l'alimentation, les ménages auraient pour beaucoup modifié leur gamme de produits achetés ou diversifié leurs points d'achat (27% déclarent *a minima* l'un ou l'autre), mais une part non négligeable (17%) aurait aussi réduit les quantités consommées.

#### Prix alimentaires



Derniers points observés : septembre 2023 (IPC), août 2023 (IPI)  
\*Prix de production pour le marché domestique  
Sources : Insee, calculs Crédit agricole S.A.

Par ailleurs, les disparités d'inflation entre catégories de ménages ont diminué par rapport au début de l'année où elles étaient très élevées. Les ménages les plus âgés, les plus modestes, et dans une moindre mesure ceux vivant en milieu rural, font toujours face à une inflation plus forte sur un an, mais l'écart avec les plus jeunes, les plus aisés et ceux vivant dans l'agglomération parisienne est nettement réduit en août par rapport à janvier. Cette réduction des écarts entre catégories de ménages est largement liée à la baisse de l'inflation énergétique et alimentaire depuis le début de l'année. Pour les ménages des premières catégories citées, le poids de l'énergie et de l'alimentation dans les dépenses de consommation est en effet plus élevé que pour les ménages des dernières catégories citées.

Les entreprises ont elles aussi modifié leur réaction face à la hausse des coûts énergétiques. Dans un contexte de hausse des prix du pétrole depuis l'été, elles sont moins nombreuses à déclarer avoir augmenté leur prix de vente au cours des trois derniers mois pour faire face au contexte énergétique, 27% en septembre contre 35% en juin. En parallèle, elles sont plus nombreuses à déclarer avoir comprimé leurs marges en réaction à ces évolutions (40%, contre 34% en juin).

<sup>1</sup> « [Croissance modeste, sur fond d'incertitudes géopolitiques](#) », Note de conjoncture d'octobre 2023, Insee, publiée le 12 octobre 2023.

<sup>2</sup> Inflation hors prix volatils et administrés, corrigée des variations saisonnières.

**Notre opinion** – Le ralentissement des prix de l'alimentation devrait donner un peu d'air aux ménages, dont la consommation – jusque-là en berne –, devrait rebondir au second semestre. L'Insee prévoit ainsi une hausse de la consommation des ménages de 0,4% au 3<sup>e</sup> trimestre et 0,2% au 4<sup>e</sup> trimestre, des progressions proches de nos prévisions.

L'évolution du comportement des entreprises face à la hausse des prix de l'énergie, plus enclines à comprimer leurs marges, pourrait par ailleurs atténuer l'effet de la hausse récente des cours du pétrole sur l'inflation. Le taux de marge moyen des entreprises est assez élevé en perspective historique, ce qui laisse des marges de manœuvre aux entreprises, qui verraient leurs marges diminuer dans les trimestres à venir aussi en raison des hausses de salaires.

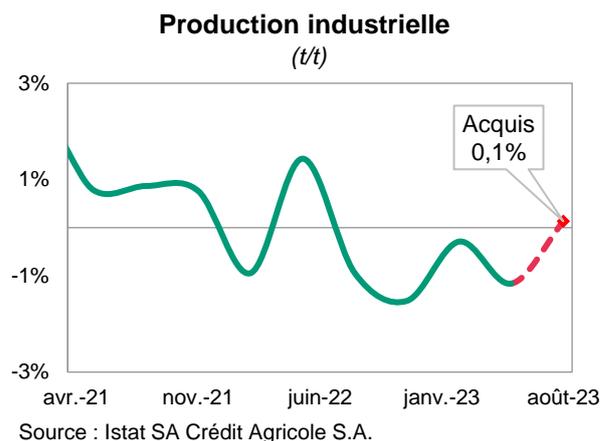
Les prévisions de l'Insee confortent notre diagnostic sur l'investissement, avec une poursuite du recul de l'investissement des ménages prévu au second semestre, et un léger fléchissement de celui des entreprises en fin d'année. L'Insee table toujours sur une croissance de l'activité de 0,9% en 2023, et une inflation de 5,0% en moyenne annuelle au sens de l'IPC, des chiffres en ligne avec nos prévisions.

**Italie : reprise de la production industrielle, un mirage ?**

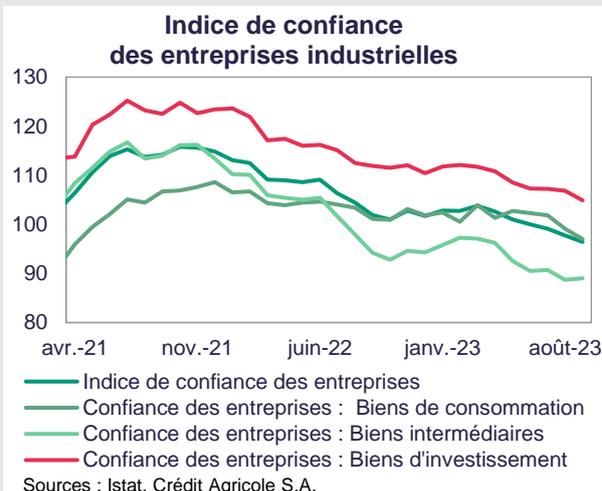
Après le repli enregistré en juillet, l'indice de production industrielle a augmenté de 0,2% en août par rapport au mois précédent et a diminué de 4,2% par rapport à août 2022. Cette reprise de la production industrielle est imputable à la hausse de la production pour la composante des biens de consommation, en particulier celle des biens de consommation durables, qui enregistre une croissance de 4,4% par rapport au mois précédent. Les autres catégories de biens restent cependant en recul pour le deuxième mois consécutif, avec -0,1% pour les biens d'équipement (après une baisse de 1,6% en juillet), -0,9% pour les biens intermédiaires, et -2,2% pour l'énergie. Sur un an, l'ensemble des catégories de biens est en baisse, à l'exception des biens d'investissement dont le niveau continue d'excéder celui enregistré en 2022.

Par secteur d'activité, les branches de l'industrie extractive, du papier bois, du textile et de l'habillement, et des équipements électriques enregistrent les plus fortes baisses par rapport à leur niveau de 2022, avec une diminution de 8,1% pour le textile et

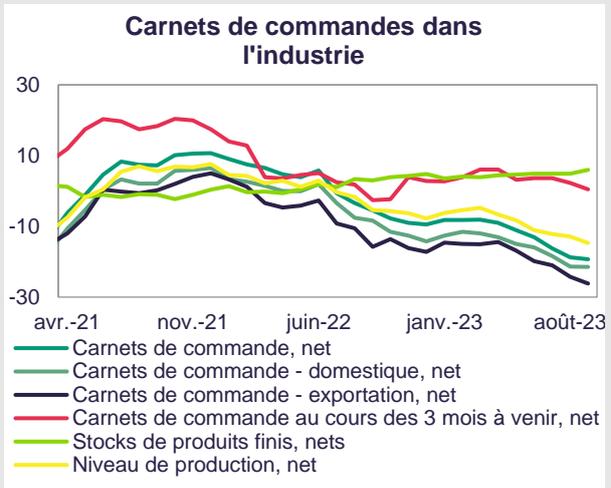
l'habillement, et de près de 12% et 16% pour les industries extractives et le papier bois. Dans ce contexte, seules les branches de l'industrie pharmaceutique et des matériels de transport se démarquent par des performances positives par rapport à l'été 2022, avec plus de 17% pour la première et 3,2% pour la seconde.



**Notre opinion** – Après un deuxième trimestre en moyenne très négatif mais avec des performances positives en mai-juin, la légère reprise de la production industrielle en août suggère une pause dans le cycle de repli dans lequel est entrée l'industrie en 2023. Avec cette performance, l'acquis de production industrielle est légèrement positif pour le troisième trimestre à 0,1%. En d'autres termes, si la production industrielle reste positive en septembre, le troisième trimestre 2023 enregistrera la première hausse de la production industrielle depuis août 2022. Cependant, dans le détail, le tableau est un peu moins rose. En effet, lorsque l'on calcule les acquis des différentes composantes de la production industrielle pour le troisième trimestre, seule l'énergie est positive. Malgré la légère reprise dans la production de biens durables, cette composante continue de présenter un acquis de moins 4% pour le troisième trimestre.



Peut-on dans ce cas espérer une croissance positive de la production industrielle en septembre ? Rien n'est moins sûr lorsqu'on observe les enquêtes sur la confiance dans l'industrie de l'Istat. L'indice de production dans l'industrie manufacturière a de nouveau reculé en septembre et enregistre son plus bas niveau depuis janvier 2021. Ce repli de la confiance pour le cinquième mois consécutif concerne les trois catégories de biens, à l'exception des biens intermédiaires qui progressent timidement. Les industriels continuent de faire face à une baisse de leurs commandes, davantage prononcée sur le marché d'exportation, tandis que les anticipations de commandes sur le marché domestique se stabilisent en septembre. Les anticipations à trois mois sont également en baisse, de même que les niveaux de production. L'enquête trimestrielle sur les facteurs limitant la production montre que, en ce qui concerne les difficultés auxquelles sont confrontées les entreprises, elles sont nombreuses à témoigner d'un problème de demande, qui reste le facteur limitant le plus l'activité. Cependant, elles signalent toujours des tensions en ce qui concerne l'embauche. Pour ce qui est de l'accès à la liquidité, ce facteur reste secondaire et loin des niveaux observés lors de la crise de la dette en 2015. Les anticipations de commande pour les trois prochains mois sont également en recul.



 **Allemagne : le creux serait atteint dans l'industrie**

L'institut de statistiques allemand a présenté les derniers chiffres de production industrielle correspondant au mois d'août. L'indicateur qui mesure la performance de l'industrie allemande a affiché un léger gain de 0,1% par rapport à juillet, après la contraction de -2,4% enregistrée le mois précédent. Un examen plus en détail montre également que l'industrie manufacturière a rebondi à 0,5% en glissement mensuel, par rapport à la lecture précédente de -1,5%. Les commandes en provenance du marché domestique et de l'étranger sont en hausse générant une augmentation de l'ensemble des commandes de 3,9% sur le mois.

En prenant du recul, par rapport à la volatilité de l'indicateur mensuel, l'évolution des trois derniers mois par rapport aux trois précédents, affiche un rebond dans certains secteurs. Tel est le cas des commandes de produits électroniques provenant du marché national et d'autres pays hors zone euro, mais aussi des commandes de produits pharmaceutiques en provenance de l'extérieur de l'union monétaire. Par contre, les faiblesses résident toujours dans la demande allemande de machines, d'équipements et de véhicules et de la demande des partenaires de la zone euro en produits électroniques et véhicules.

 **Notre opinion** – L'Allemagne a été confrontée à de nombreux obstacles, notamment la faiblesse des secteurs les plus sensibles au resserrement monétaire et le ralentissement de la demande de ses partenaires commerciaux. La performance du secteur industriel, qui représente près d'un quart de l'économie allemande, a un effet notable sur le PIB. Malgré des évolutions à peine plus positives, les perspectives à court terme pour l'économie allemande restent moroses. Dans notre dernier scénario macro-économique, nous estimons que l'Allemagne se contractera de 0,4% en 2023, compte tenu d'une baisse du PIB de 0,2% aux troisième et quatrième trimestres. En revanche, le changement de tendance observé dans une partie de l'industrie laisse présager qu'un point bas a été atteint. Ainsi, nous prévoyons que le pays retrouvera la voie de la croissance au premier semestre 2024, même si la reprise sera probablement plus faible que prévu. L'atténuation des pressions inflationnistes et l'accélération des salaires au-delà de la croissance des prix à la consommation alimenteront la demande des ménages dans la zone euro. De plus, l'amélioration des perspectives des partenaires commerciaux de l'Allemagne stimulera les exportations.

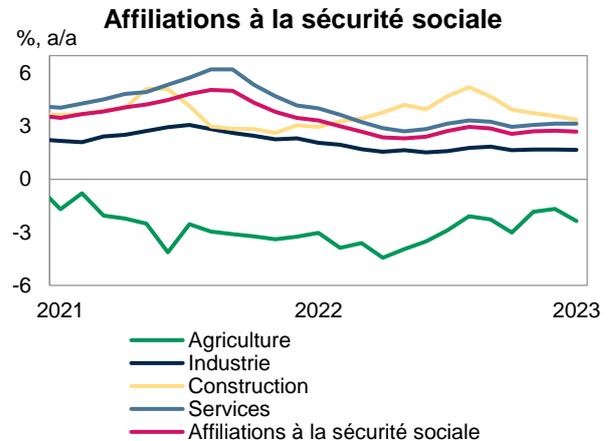
 **Espagne : l'emploi résiste au T3**

Malgré les vents contraires soufflant sur l'économie européenne, l'économie espagnole reste en mesure de créer des emplois, bien qu'à un rythme de plus en plus modéré. En septembre, le nombre moyen d'affiliés à la Sécurité sociale a augmenté de 18 295 personnes, un nombre inférieur à celui du même mois l'année dernière (+29 286), mais supérieur à la moyenne pour un mois de septembre (+14 300 en moyenne sur la période 2014-2019). Le nombre total d'affiliés s'établit à 20 724 796 travailleurs (+2,7% en glissement annuel).

Sur l'ensemble du troisième trimestre, la hausse des effectifs a été de seulement 15 700 travailleurs, après 52 000 au deuxième trimestre. Ainsi, l'emploi n'a augmenté que de 0,2% sur le trimestre au T3, contre 1,4% au T2 2023.

Sur l'ensemble du troisième trimestre, la plus mauvaise performance est observée dans l'agriculture, avec une baisse de 0,4%, suivie par la construction qui a stagné. Les services, qui avaient été le

principal moteur de la création d'emploi au T2 (+1,6%), ont modéré leur croissance à 0,2% au T3.



**✓ Notre opinion** – *Après la fin de l'été, l'économie espagnole est en train de ralentir, laissant derrière elle les rythmes soutenus enregistrés au premier semestre de l'année. Ainsi, les créations d'emplois, bien que toujours positives, sont passées d'un taux de croissance proche de 1% en au premier semestre 2023 au taux bien plus modéré de 0,1% au T3. En outre, les indicateurs avancés basés sur des enquêtes, tels que les indices PMI, montrent que la faiblesse du secteur manufacturier au cours des derniers trimestres se poursuit et que la confiance du secteur des services se détériore. En septembre, les indices PMI de l'industrie manufacturière et des services signalaient une contraction de l'activité. Sur la base de ces indicateurs, nos estimations suggèrent que le PIB pourrait croître d'environ 0,2% au troisième trimestre 2023, après 0,5%-0,6% observés en moyenne au premier semestre de l'année. Cette perte de vitesse se traduit déjà dans les chiffres d'emploi du T3.*

## Pays émergents

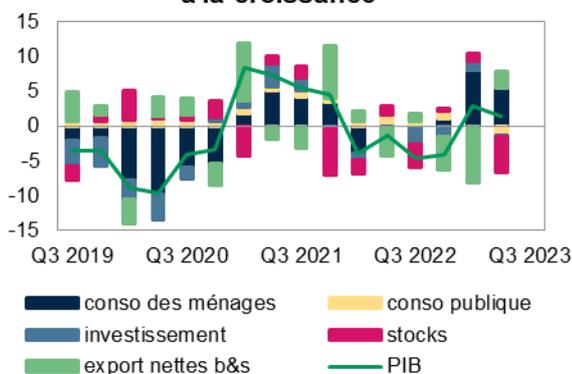
### Asie

#### Hong Kong : l'éternelle question du « peg »

##### Une économie encore convalescente

Après quatre années difficiles, dont trois ans d'une récession (2019, 2020, 2022) inédite, l'économie hongkongaise semble enfin montrer des signes de récupération, mais demeure fragile. Exposée à la conjoncture chinoise (tourisme et échanges) et internationale (échanges), la réouverture de l'économie hongkongaise est intervenue dans une conjoncture assez dégradée.

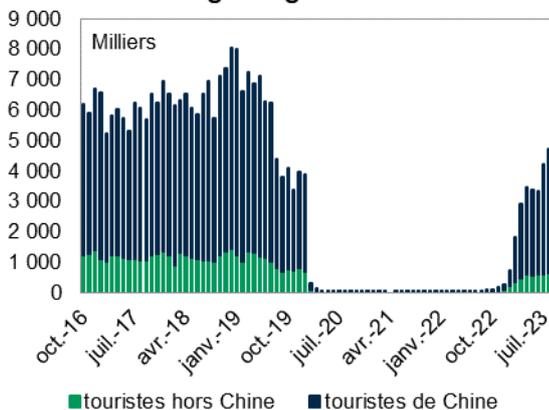
Hong-Kong : contributions à la croissance



Sources : nationales

Alors que le PIB reste soutenu par la consommation privée et la légère reprise du tourisme, la croissance a cependant déjà ralenti entre le premier et le deuxième trimestre, laissant craindre un essoufflement plus rapide qu'escompté. Les autorités hongkongaises, qui avaient massivement soutenu tous les pans de l'économie entre 2020 et 2022, notamment *via* des transferts directs aux ménages, pour encourager la consommation, ont toutefois profité des deux derniers trimestres de croissance pour réduire leurs dépenses.

Hong Kong : tourisme



Sources : HK Tourism Board, Crédit Agricole S.A/ECO

La reprise demeure également inégale, le secteur immobilier, en particulier commercial et de bureau,

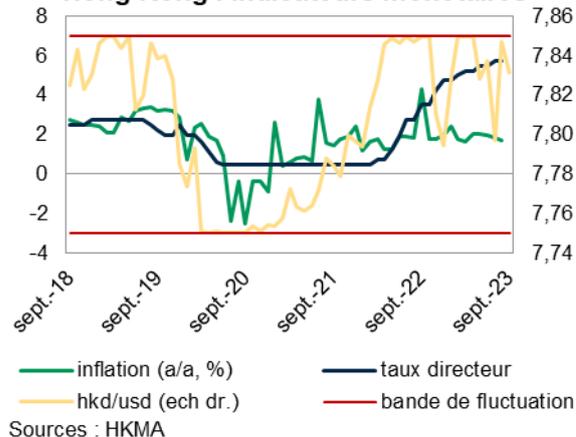
restant durablement marqué par la fermeture des frontières. Sur les huit premiers mois de l'année 2023, le nombre d'arrivées de touristes atteint quant à lui la moitié de celui de 2019, même si une accélération a été visible sur les mois de juillet et août. La croissance globale devrait se situer autour de 4% en 2023, un niveau inférieur aux prévisions initiales les plus optimistes, qui tablaient sur 5%.

##### Quel avenir pour le système monétaire hongkongais ?

L'accélération de l'incorporation de Hong Kong à la Chine, marquée par l'entrée en vigueur de la loi sur la sécurité nationale en juillet 2020, a aussi intensifié les débats autour de l'indépendance économique de Hong Kong et de la pertinence de son système monétaire.

Lié au dollar depuis 1983, et respectant la bande de fluctuations fixée en 2005 (7,75-7,85 HKD), le dollar hongkongais a su prouver sa robustesse et sa stabilité. À ce jour, un consensus existe toujours autour de l'idée que Hong Kong n'aurait pas de substituts à court terme, que ce soit pour les investisseurs extérieurs ou pour les chinois. Singapour, qui peut apparaître comme une rivale, demeure une porte d'entrée vers l'Asie plutôt que vers la Chine et s'est spécialisée dans la gestion d'actifs et non les activités de marché. Quant à la Chine, elle a toujours besoin de Hong Kong en l'absence de convertibilité de sa monnaie et d'ouverture de son compte de capital.

Hong Kong : indicateurs monétaires



Si le secteur financier hongkongais demeure bien capitalisé, que le niveau des réserves est toujours très élevé (bien qu'il soit passé de 500 milliards de dollars à 415 milliards entre 2021 et 2023, ce qui représente toujours plus de 100% du PIB), le système monétaire a aussi pesé sur l'activité économique ces derniers mois. Hong Kong a dû

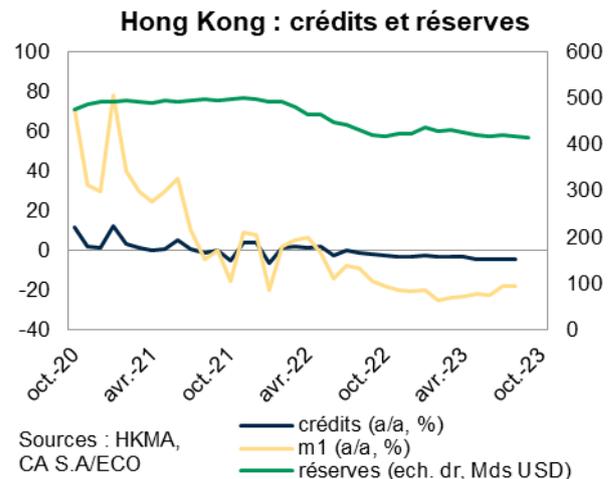
répliquer chacune des hausses de taux américaines sur son propre taux directeur, alors même que les autorités auraient bien eu besoin de la politique monétaire pour soutenir l'activité.

Les encours de crédits sont en contraction depuis juin 2022. La hausse des taux, conjuguée au mouvement général d'appréciation du dollar, a fait pression sur le dollar hongkongais, qui a atteint à plusieurs reprises la borne basse de fluctuations, obligeant la HKMA (*Hong Kong Monetary Authority*, qui joue le rôle de banque centrale) à intervenir en achetant des dollars hongkongais pour soutenir le cours. Ces interventions ont également contribué à l'assèchement des liquidités disponibles en dollar hongkongais, et donc à la baisse de la production de crédits.

La HKMA a largement les moyens de défendre le peg, qui n'apparaît pas dans les classes de devises fragiles, ou potentiellement soumises à des attaques spéculatives. Bien sûr, un choc externe de grande ampleur remettrait en question cette solidité, mais le dollar hongkongais apparaît tout de même plus armé que bien d'autres devises pour y faire face.

En revanche, l'économie hongkongaise étant de plus en plus dépendante de celle de la Chine continentale, le désalignement structurel des fondamentaux économiques (inflation, croissance

potentielle, taux) pourrait conduire à une ouverture de la réflexion autour d'une évolution du peg. Les évolutions les plus communément envisagées sont celles d'une transition par un panier de monnaie (à l'image de celui du FMI), d'un panier mixte yuan/dollar ou d'une transition totale vers un peg en yuan. Alors que le dollar hongkongais demeure le canal privilégié de la Chine pour accéder au dollar, ces options semblent toujours peu crédibles, en tous cas tant que la rationalité économique continue de l'emporter sur les considérations géopolitiques dans le domaine monétaire.



**☑ Notre opinion** – Depuis que les rêves d'autonomie d'Hong Kong se sont définitivement envolés, et que sa réintégration dans la Grande Chine ne fait plus aucun doute, la question de son système monétaire se repose. Elle ne se pose pas tant d'un point de vue économique, même si la politique monétaire américaine (hausse du taux directeur de 500 pb en dix-huit mois) a pu pénaliser la reprise et la production de crédits, dont l'économie aurait pu avoir besoin, mais plutôt d'un point de vue géopolitique.

Sans substitut clair côté chinois, et même si Hong Kong est de plus en plus intégrée à la zone dite de la Greater Bay Area, qui regroupe Hong Kong, Macao et la province du Guangdong, dont les villes de Guangzhou et Shenzhen, la Chine a tout intérêt à garder cet accès au dollar, tout en maintenant la non-convertibilité de sa propre monnaie.

Côté américain, le dollar restant un attribut de puissance, les États-Unis n'ont pas non plus intérêt à empêcher son accès facile aux banques hongkongaises. Une escalade des tensions entre la Chine et les États-Unis, couplée à une accélération des sanctions entre les deux pays changerait évidemment la donne, étant entendu côté américain qu'Hong Kong serait immédiatement associé aux sanctions chinoises.

## Moyen-Orient et Afrique du Nord

### Pays du Golfe : les indices boursiers très corrélés au prix du pétrole

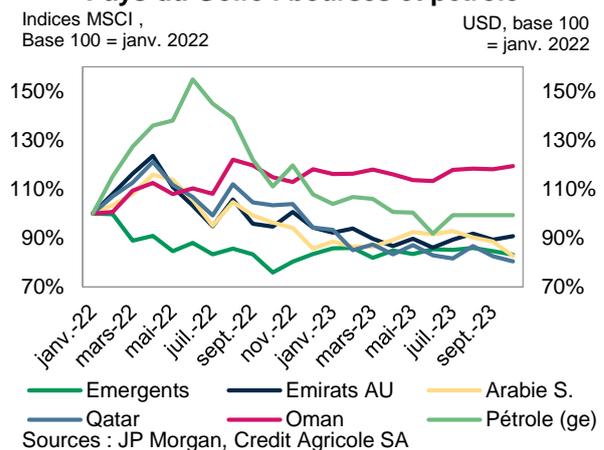
Après s'être fortement redressés au sortir de la pandémie, les indices boursiers des pays du Golfe ont marqué le pas depuis deux ans tout en ayant eu une évolution un peu plus favorable que les indices mondiaux et surtout que ceux des pays émergents jusqu'en 2023.

L'amélioration des bourses des pays du Golfe a été assez forte jusqu'en mars 2022, où le déclenchement de la guerre en Ukraine a un effet fortement négatif sur la valeur des actifs financiers. À partir de la baisse du prix du pétrole en juillet 2022 après son pic de 122 dollars par baril, les indices boursiers des Émirats, de Riyad et du Qatar (indices MSCI) ont poursuivi leur baisse. Ces bourses ont connu néanmoins de meilleures performances que la moyenne des pays émergents, en raison de la forte corrélation avec le prix des hydrocarbures. Le prix du pétrole a été en moyenne de 101 dollars par baril au cours de l'année 2022 et est de 83 dollars en moyenne depuis le début de l'année 2023.

Dans ce panorama général, Oman fait figure d'exception en raison de la forte amélioration de sa situation économique et de l'amélioration de son *rating* externe qui ont eu un effet positif sur la bourse.

Les primes de risque (prix des CDS) constatées sur la région témoignent d'une relative stabilité à des niveaux très modestes. Ainsi, le prix des CDS sur le souverain saoudien a-t-il oscillé entre 52 et 70 points de base au cours des dix-huit derniers mois. Le prix des CDS sur Dubaï s'est, lui, contracté de 135 pdb en juillet 2022 à 78 pdb actuellement. Ce sont des niveaux très modérés qui ont connu récemment une légère hausse depuis le conflit en Israël et à Gaza.

### Pays du Golfe : bourses et pétrole



### Oman : le Fonds souverain beaucoup plus capitalisé qu'attendu

Au fur et à mesure des améliorations macro-économiques du pays, le niveau de la transparence financière s'améliore à Mascate et notamment depuis 2021. Ainsi, la capitalisation du Fonds souverain OIA (*Oman Investment Authority*) est-elle évaluée et publiée à hauteur de 46 milliards de dollars par le SWFI (*Sovereign Wealth Fund Institute*) en 2022. Ce montant représente 2,7 fois les réserves en devises et 42% du PIB du pays estimé pour l'année 2023 (110 milliards de dollars).

Ce montant est très supérieur aux précédentes estimations de marché qui l'évaluaient à environ 17 milliards de dollars.

Par ailleurs, le rapport annuel du FMI (Article IV) est désormais publié annuellement. La publication de la forte capitalisation du Fonds souverain pourrait expliquer en partie l'amélioration significative du *rating* du souverain de la part des agences.

## Afrique sub-saharienne

### Afrique sub-saharienne : la croissance économique de la région revue à la baisse pour 2023

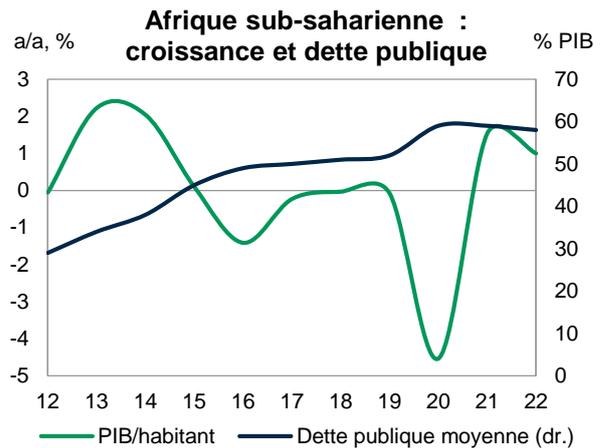
Selon la dernière édition du rapport *Africa's Pulse* de la Banque mondiale, l'instabilité grandissante, la croissance anémique des principales économies de la région, associées à l'incertitude persistante qui caractérise l'économie mondiale, devraient freiner la croissance économique en Afrique sub-saharienne à 2,5% en 2023, après 3,6% de 2022.

Tout d'abord, on observe un ralentissement des principales économies de la région. En effet, la croissance de l'économie la plus développée du continent, l'Afrique du Sud, devrait atteindre 0,5% seulement en 2023 du fait des difficultés rencontrées par les secteurs de l'énergie et des transports. Le Nigéria et l'Angola devraient, quant à eux, afficher une croissance de respectivement 2,9% et 1,3%, du fait de la baisse des cours des matières premières et des pressions sur les devises affectant les secteurs pétrolier et non pétrolier.

Par ailleurs, l'intensification des conflits et de la violence dans la région pèse lourdement sur l'activité économique. Au Soudan, par exemple, l'activité économique devrait se contracter de 12% en raison du conflit interne qui a entraîné l'arrêt de la production, la destruction de capital humain et l'effritement des capacités de l'État. De même, la résurgence de coups d'État militaires au Niger et au Gabon à la suite des prises de pouvoir par l'armée en Guinée, au Mali et au Burkina Faso, ainsi que les conflits armés en République démocratique du Congo, en Éthiopie et en Somalie créent un environnement délétère inapte à la mise œuvre de nouvelles réformes structurelles.

Facteur aggravant, la dette publique reste un élément d'inquiétude. Plus d'une vingtaine de pays de la région présentent un risque élevé de surendettement, tandis que certains pays, à l'instar de la Zambie ou du Ghana, ont déjà été déclaré en défaut de paiement. L'augmentation de la dette dans la région s'est accompagnée également d'une modification de sa composition, qui s'est détournée des emprunts concessionnels au profit de créanciers privés et de créanciers bilatéraux n'appartenant pas

au Club de Paris. En conséquence, la charge du service de la dette s'est accrue et risque d'épuiser les ressources nécessaires au financement de politiques budgétaires visant à soutenir les entreprises et les ménages. Cette charge accrue du service de la dette s'ajoute à une stagnation des exportations, ce qui risque de réduire la disponibilité des devises pour les importations essentielles à la production et à l'investissement.



Enfin, l'environnement économique mondial reste incertain et devrait réduire les flux de financement en faveur des pays en Afrique sub-saharienne. La résilience de la croissance observée au premier semestre 2023, grâce à la résistance de la consommation aux États-Unis et à la réouverture économique en Chine, devrait s'estomper au second semestre de cette année.

Au total, la croissance par habitant en Afrique sub-saharienne n'a pas connu de progression depuis 2015. Le rapport de la Banque mondiale précise que « la croissance régionale devrait ralentir à un taux moyen par habitant de 0,1% pour la période 2015-2025 : un niveau qui pourrait ainsi marquer une décennie perdue en matière de croissance suite à l'effondrement du prix des matières premières de 2014-2015 ».

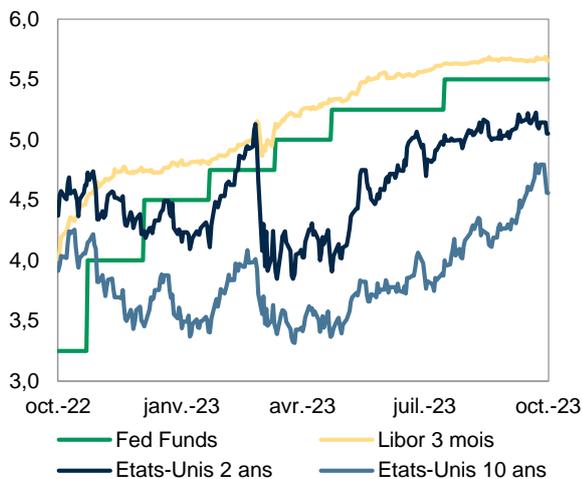
**✓ Notre opinion** – *Aujourd'hui, la lente reprise de l'activité économique en Afrique sub-saharienne ne permet pas de remettre la région sur la trajectoire de réduction de la pauvreté qui prévalait avant la pandémie.*

*D'après la Banque mondiale, les leviers d'une croissance inclusive en Afrique sub-saharienne sont une meilleure gestion et une réduction des dettes publiques, une meilleure mobilisation des recettes fiscales, une expansion du secteur privé ainsi qu'un renforcement des processus démocratiques et des institutions nationales à l'avenir.*

## Tendances à suivre

### Taux d'intérêt en dollar américain

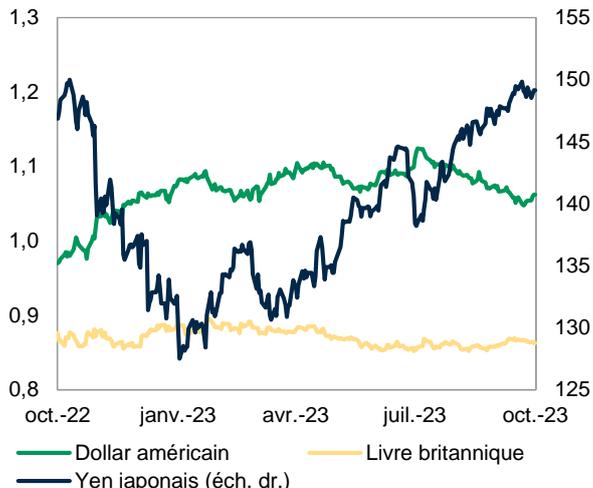
%, interbancaire (Londres) et souverains (États-Unis)



Source : Thomson Reuters

### Taux de change des principales devises

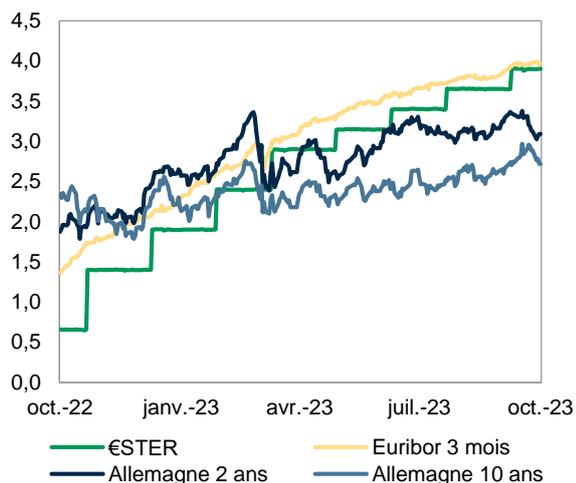
EUR/USD, EUR/GBP et USD/JPY



Source : Thomson Reuters

### Taux d'intérêt en euro

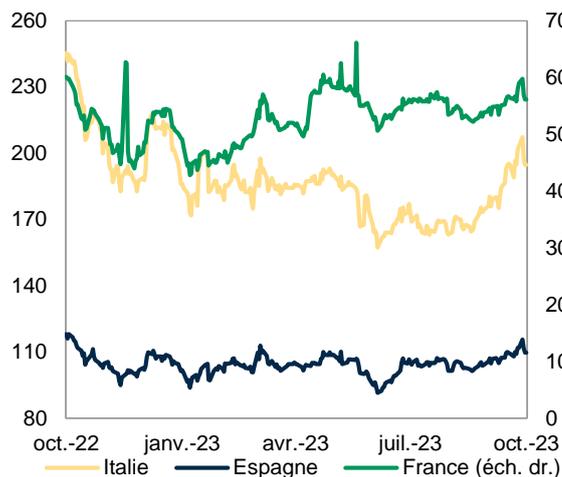
%, interbancaires (Londres) et souverains (Allemagne)



Source : Thomson Reuters

### Spreads souverains européens avec le Bund

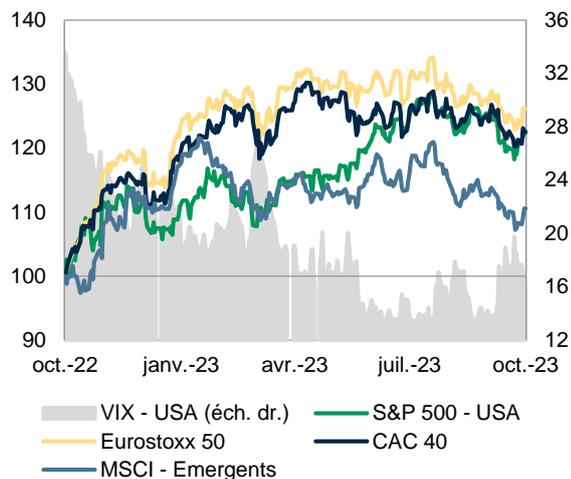
Pdb, dette en EUR à dix ans



Source : Thomson Reuters

### Marché actions

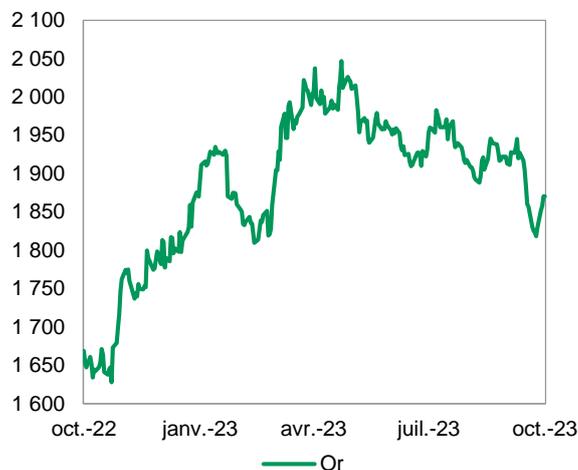
Indice boursiers (100 = début de période) et volatilité VIX



Source : Thomson Reuters

### Cours de l'once d'or

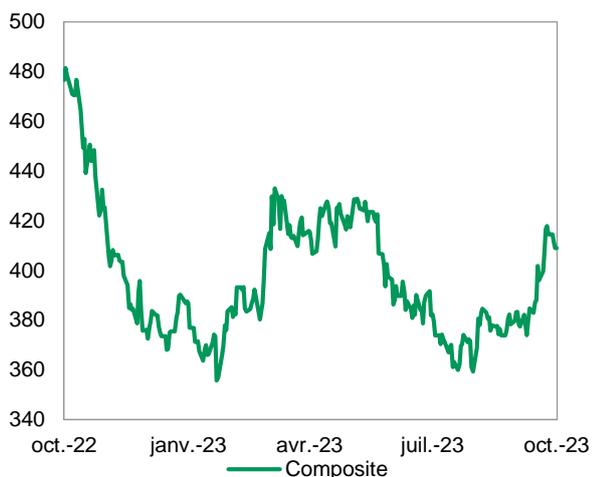
USD/Once troy (Londres)



Source : Thomson Reuters

### Spreads souverains émergents avec le T-Bond

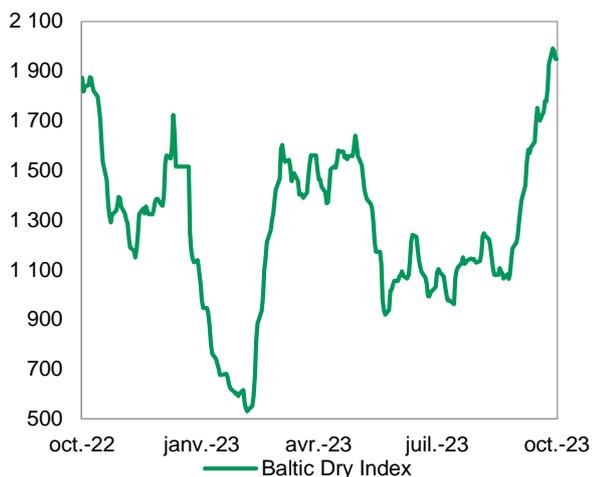
Indices EMBI+ (pdb, dette en USD de plus d'un an)



Source : JP Morgan

### Coût du transport maritime de vrac sec

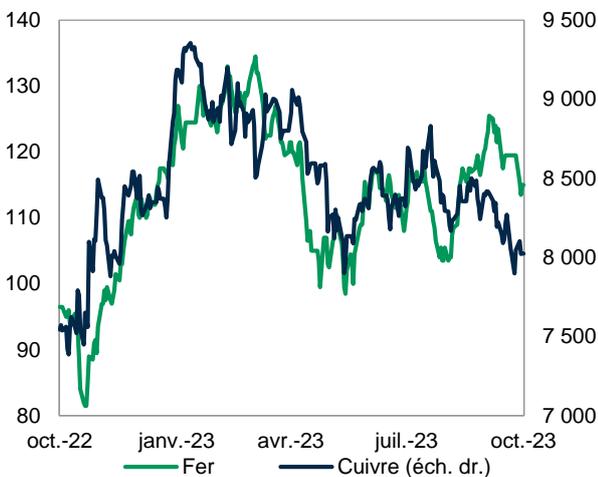
Baltic Dry Index (USD/point)



Source : Baltic Exchange

### Cours des métaux

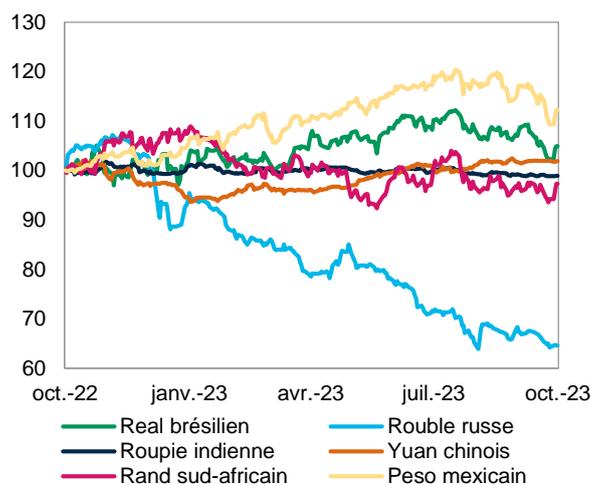
USD/tonne métrique



Sources : Steel Home, London Metal Exchange

### Devises émergentes

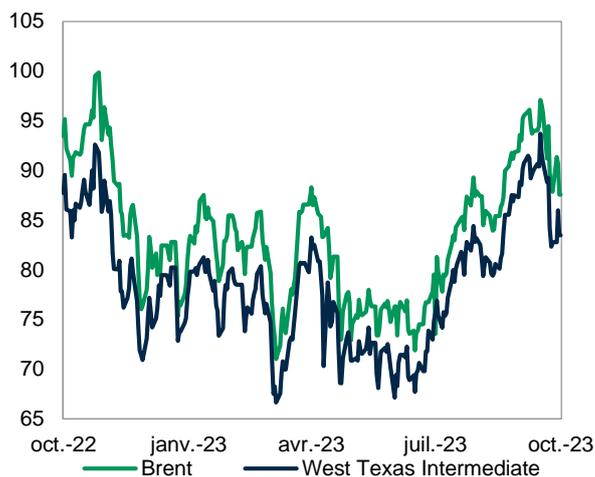
/USD (indice 100 = début de période)



Source : Thomson Reuters

### Cours du baril de pétrole brut en USD

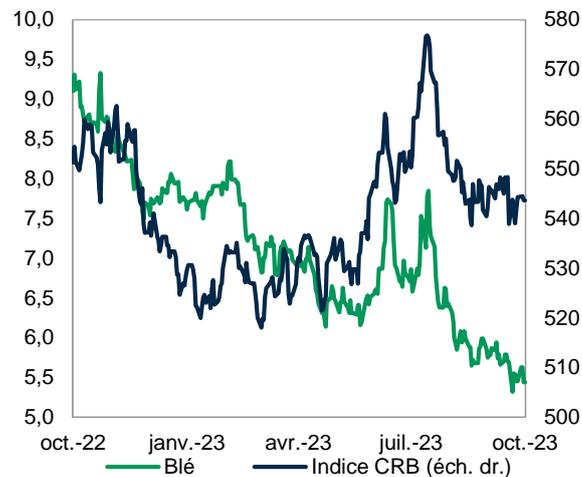
Brent (mer du Nord) et WTI (golfe du Mexique)



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 2023-2024 – Octobre 2023

### Un équilibre délicat

Date	Titre	Thème
11/10/2023	<u>L'Observatoire financier des entreprises agroalimentaires – Analyse financière des métiers du grain</u>	Agri-Agroalimentaire
11/10/2023	<u>Italie – La politique budgétaire à la croisée des chemins</u>	Italie
10/10/2023	<u>France – Le pays au top niveau à l'international en termes de PIB ressenti</u>	France
09/10/2023	<u>Égypte – L'inflation au plus haut envoie un signal macro-économique très négatif</u>	Moyen-Orient – Afr. du Nord
06/10/2023	<u>Monde – L'actualité de la semaine</u>	Monde
05/10/2023	<u>France : une réduction du déficit peu ambitieuse basée sur des hypothèses optimistes</u>	France
05/10/2023	<u>Kenya – Un pays aux besoins élevés de financement extérieur</u>	Kenya
04/10/2023	<u>Malaisie – Saisir les opportunités de la recomposition des chaînes de valeur</u>	Asie
04/10/2023	<u>Fintech Outlook – 9 premiers mois de l'année 2023 : La longue marche !</u>	Fintech
29/09/2023	<u>Monde – L'actualité de la semaine</u>	Monde
28/09/2023	<u>Chine : la grande relance n'aura pas lieu</u>	Asie
27/09/2023	<u>Parole de banques centrales – La BoE décide de faire une pause sur fond de forte baisse surprise de l'inflation</u>	Royaume-Uni
26/09/2023	<u>France – Une hausse de l'inflation en août largement dictée par les prix de l'énergie</u>	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 :** Alberto ALEDO, Ticiano BRUNELLO, Olivier ELUERE, Marianne PICARD  
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, géo-économie :** Tania SOLLOGOUB (coordination pays émergents), Ada ZAN

**Asie :** Sophie WIEVIORKA

**Amérique latine :** Catherine LÉBOUGRE (coordination scénario), César MEZHER

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

**Afrique sub-saharienne :** Thomas MORAND

**Documentation :** Elisabeth SERREAU

**Statistiques :** DATALAB ECO

**Réalisation et Secrétariat de rédaction :** Fabienne PESTY

**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.*