

Perspectives

Hebdomadaire – N°23/278 – 20 octobre 2023

MONDE – L'actualité de la semaine

☞ La géopolitique et les taux pèsent sur le sentiment de marché.....	2
☞ France : le climat des affaires n'est pas au beau fixe, quelles implications pour la croissance ?.....	3
☞ Allemagne : un deuxième semestre faible pourrait provoquer des coupes budgétaires.....	4
☞ Italie : un budget sous les regards.....	4
☞ Espagne : Plan budgétaire 2024, vers un déficit public de 3%.....	5
☞ Royaume-Uni : l'inflation a déçu les anticipations d'une baisse en septembre	6
☞ Émirats Arabes Unis : une conjoncture favorable pour l'année 2023	8
☞ Pologne : une victoire pour l'état de droit et pour l'Europe	9
☞ Côte d'Ivoire : concilier la croissance économique et l'assainissement budgétaire	10

La géopolitique et les taux pèsent sur le sentiment de marché

Dans un contexte de guerre au Proche-Orient, alors que les investisseurs se repositionnent sur un scénario de taux restrictifs plus longterms, l'aversion au risque a pénalisé les marchés cette semaine sans entraîner cependant de baisse des taux sans risques. Dopés par des données meilleures que prévu en provenance des consommateurs américains, les rendements longs américains ont même bondi : le taux 10 ans monte de 32 points de base sur la semaine et frôle désormais la barre psychologique des 5%, un niveau jamais atteint depuis 2007. Les fortes tensions géopolitiques ont entretenu une hausse, encore modérée, du prix du pétrole : vendredi matin, le cours du Brent s'établit à 93,7 dollars le baril (+3,1% sur la semaine), un plus haut depuis fin septembre. Le risque d'une nouvelle poussée inflationniste plane, surtout si le conflit venait à s'étendre. Dans ce contexte d'incertitude élevée, les actifs risqués se sont repliés nettement, sans pour autant s'effondrer en « mode panique » (le S&P 500 cède 1,2% sur la semaine, l'Eurostoxx perd 2%). Les marchés semblent ainsi minimiser la probabilité de scénarios extrêmes pour le moment, mais le risque de « complaisance » est non négligeable, tant l'incertitude est grande.

Des chiffres de croissance chinoise légèrement meilleurs que prévu pour le troisième trimestre (à 4,9% sur un an contre 4,5% anticipé) n'ont que brièvement soutenu le sentiment de marché. Ce dernier y a vu les signes d'un raffermissement de la croissance grâce aux efforts du gouvernement au cours des derniers mois, malgré un secteur immobilier encore en grande difficulté. Le raffermissement reste médiocre et la probabilité d'un stimulus d'envergure par les autorités à court terme a encore diminué après la publication de chiffres apparemment rassurants. Le gouvernement se dit « très confiant » sur le fait d'atteindre sa cible de 5% de croissance pour l'année. De fait, le PIB des trois premiers trimestres de l'année a progressé de 5,2% par rapport à la même période de 2022.

Du point de vue des données économiques américaines, la semaine a été peu pourvue en statistiques de premier ordre : la plupart des chiffres-clés pour les marchés, en amont du FOMC de novembre, ont été publiés avant le 13 octobre, en particulier l'inflation du mois de septembre. Celle-ci avait de nouveau déçu les anticipations de repli, se maintenant à un rythme inchangé à 3,7% sur un an, provoquant un rebond de la probabilité d'une autre hausse de taux en décembre (ou plus tard). La consommation reste soutenue et les ventes au détail du mois de septembre publiées

cette semaine, en hausse plus importante qu'anticipé, sont venues le confirmer. Elles ont progressé de 0,7% sur le mois (contre des anticipations du consensus pour 0,3%) et de 3,8% sur un an. Par ailleurs, les données de juillet et d'août ont été révisées à la hausse. Les indicateurs avancés suggèrent que la consommation des ménages devrait se maintenir sur un rythme de croissance élevé au troisième trimestre, probablement supérieur à 3%. Elle devrait commencer à ralentir plus tard dans l'année car les consommateurs font face à un certain nombre de difficultés, notamment la reprise des paiements de prêts étudiants. Néanmoins, compte tenu de la vigueur du marché du travail, de la solidité des bilans des ménages et des révisions à la hausse de l'épargne excédentaire, nous nous attendons maintenant à ce que ce ralentissement soit suffisamment modeste pour éviter une récession « technique » à court terme.

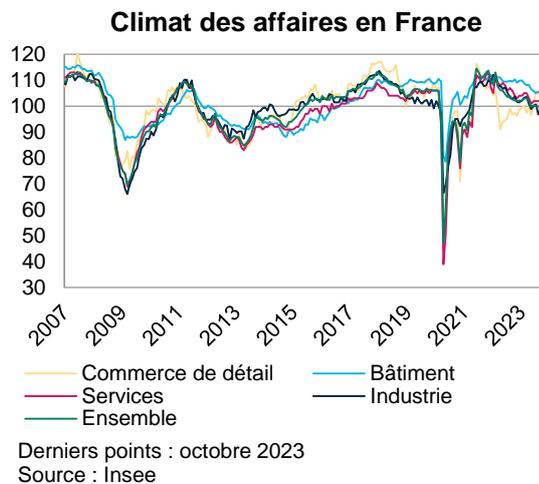
L'évolution récente du dollar est intéressante : il peine à surperformer en dépit de la hausse des taux. En effet, malgré le flux de données meilleures que prévu, le resserrement des conditions financières rend les perspectives de la Fed plus incertaines et les investisseurs prudents. La probabilité d'une hausse de taux supplémentaire d'ici la fin de l'année a augmenté mais elle reste proche de 50%. De nombreuses interventions de responsables de la politique monétaire de la Réserve fédérale cette semaine ont validé la perception d'une Fed moins encline à monter les taux en raison du resserrement des conditions financières et de l'aversion au risque, incitant à nouveau à l'attente. En outre, dans son « livre beige » résumant les enquêtes menées dans ses douze districts jusqu'au 6 octobre, que la Réserve fédérale a publié mercredi, les perspectives économiques à court terme sont décrites comme stables ou avec une croissance légèrement plus faible, tandis que la demande de main-d'œuvre faiblit et le rythme d'inflation recule.

Le découplage entre taux américains et dollar pourrait aussi s'expliquer par la hausse des taux dans le reste du monde rendant moins attractif le dollar par rapport à d'autres devises, ainsi que par des prises de profit sur des positions sur le dollar très acheteuses. Enfin, la détérioration de la situation budgétaire américaine et la baisse des réserves mondiales en dollars participent aussi à l'incapacité du dollar à profiter de la hausse de taux américains.

Zone euro

France : le climat des affaires n'est pas au beau fixe, quelles implications pour la croissance ?

L'Insee a publié cette semaine le climat des affaires du mois d'octobre. L'indicateur synthétique tiré des enquêtes de conjoncture, qui résume la façon dont les chefs d'entreprise voient la conjoncture, s'inscrit en baisse par rapport à septembre (-2 points à 98). Il passe ainsi en-dessous de sa moyenne de longue période (100). Dans le détail, le climat des affaires est en baisse dans l'ensemble des secteurs d'activité. Faut-il donc s'attendre à un orage pour l'économie française ? Si cette nouvelle n'est pas bonne, elle n'est pas annonciatrice d'une récession.



Dans l'industrie, le climat des affaires évoluait déjà sous sa moyenne de long terme depuis août, et il baisse légèrement en octobre (-1 point à 98), principalement en raison de la dégradation du solde d'opinion sur les perspectives personnelles de production. Le climat des affaires fléchit à nouveau

dans les services (-1 point) du fait de la dégradation du jugement sur les perspectives du secteur, et il atteint son plus bas niveau depuis avril 2021, restant toutefois au niveau de sa moyenne de longue période. Dans le bâtiment, le climat des affaires se dégrade aussi (-2 points à 103) en lien avec les soldes d'opinion¹ sur l'activité passée et prévue, mais reste au-dessus de sa moyenne de long terme, avec des carnets de commande estimés à plus de 8 mois de production (contre 6 en moyenne historique). Enfin, dans le commerce de détail (y compris commerce et réparation d'automobiles) le climat des affaires se dégrade fortement (-5 points à 98) en raison du jugement sur les intentions de commandes et les perspectives générales d'activité du secteur, passant sous sa moyenne de longue période.

Si le recul du climat des affaires global et son passage sous sa moyenne de longue période ne sont pas de bonnes nouvelles pour l'économie française, ils sont cependant à relativiser. En effet, le niveau moyen de long terme n'est pas le seuil de retournement de l'activité et serait associé en moyenne à une croissance positive². Un climat des affaires sous ce niveau n'indique donc pas forcément une baisse de l'activité. Celui d'octobre reste par ailleurs très proche de sa moyenne de long terme, loin du niveau identifié empiriquement comme le seuil de retournement de l'activité (autour de 80). En outre, du côté des bonnes nouvelles, le climat de l'emploi reste au-dessus de sa moyenne de longue période malgré son léger repli en octobre (-1 point à 104), ce qui montre la résilience du marché du travail face au ralentissement de l'activité.

✓ Notre opinion – Les résultats des dernières enquêtes de conjoncture ne remettent pas en cause notre prévision de croissance annuelle pour la France en 2023 (+0,9%), basée sur une croissance qui resterait faible aux 3^e et 4^e trimestres (avec un acquis de croissance pour 2023 proche de +0,8% à l'issue du 1^{er} semestre). Dans l'enquête trimestrielle de conjoncture dans l'industrie (qui complète l'enquête mensuelle), les chefs d'entreprises anticipent en octobre une baisse de leurs prix de vente pour les trois prochains mois, et ce pour la première fois depuis avril 2020. Si la baisse anticipée est modeste (-0,2%), elle conforte notre diagnostic d'un reflux de l'inflation en fin d'année qui pourrait participer à un rebond de la consommation des ménages. Il faut toutefois espérer que le niveau actuellement bas de la confiance des ménages et le climat d'incertitude alimenté par les tensions géopolitiques ne pèsent pas trop sur cette reprise.

¹ Un solde d'opinion est l'écart entre le pourcentage pondéré des réponses « supérieur à la normale » ou « en hausse » et celui des réponses « inférieur à la normale » ou « en baisse ».

² Voir par exemple le « [Guide pratique des enquêtes de conjoncture & protocole de prévision en temps réel](#) », Louise Phung, Documents de travail de la Direction générale du Trésor (octobre 2023).

 **Allemagne : un deuxième semestre faible pourrait provoquer des coupes budgétaires**

Le projet de Loi de finances allemand pour l'année prochaine a été soumis la semaine dernière à la Commission européenne.

Le gouvernement fédéral prévoit de clôturer 2023 avec un solde budgétaire de -2,5% du PIB, à peu près le même qu'en 2022, ce qui constitue une amélioration significative par rapport à la précédente estimation de 4,25% faite en avril. Cela est dû principalement à une baisse des dépenses prévues du fonds de stabilisation économique, qui finance des mesures visant à atténuer l'impact sur les ménages et les entreprises des prix élevés de l'énergie. En effet, les prix de l'énergie ont été nettement plus favorables que prévu. Alors que les

dépenses du fonds étaient initialement estimées à 3% du PIB, le chiffre final pourrait être plus proche de 1,25%.

La projection de déficit pour 2024 est de 2% du PIB, une amélioration des finances publiques qui provient principalement de la suppression des mesures de soutien liées aux chocs énergétiques plutôt que d'efforts actifs d'assainissement budgétaire.

Concernant le solde structurel, c'est-à-dire le solde budgétaire corrigé des effets cycliques et ponctuels, le projet de plan budgétaire le projette à -2% du PIB en 2023 et à -1,75% en 2024.

✓ Notre opinion – *Les projections budgétaires s'appuient sur les prévisions macroéconomiques du gouvernement fédéral d'avril, notablement plus optimistes que les dernières présentées en octobre. Une performance économique plus faible éroderait le solde primaire, mais le gouvernement fédéral reste optimiste quant à la baisse des prix de l'énergie et à la hausse des dépenses de consommation. Alors qu'au printemps on prévoyait une croissance de l'économie de 0,4% en 2023 et de 1,6% en 2024, l'exercice d'automne a réduit les projections à -0,4% et 1,3% respectivement.*

L'Union européenne est loin d'être parvenue à un accord sur de nouvelles règles budgétaires et si les ministres des Finances ne parviennent pas à un accord d'ici décembre, le Pacte de stabilité et de croissance sera de nouveau en vigueur en 2024 avec ses anciennes règles. Les réformes proposées en avril par la Commission européenne maintiendraient en grande partie les anciens critères, mais permettraient une approche plus flexible et spécifique à chaque pays en matière de réduction de la dette, en abandonnant une trajectoire d'ajustement commune. L'adhésion de la France et de l'Allemagne sera essentielle.

 **Italie : un budget sous les regards**

Après la validation du cadrage des comptes publics par la mise à jour du document économique et financier, le Conseil des ministres du 16 octobre a entériné les principales mesures qui devraient être soumises au vote dans le cadre de la Loi de finances. Sans surprises, sur les 24 milliards d'euros que compte l'enveloppe budgétaire pour 2024 dont 16 milliards d'endettement supplémentaire, la fiscalité devrait absorber un peu plus de la moitié des ressources avec 10 milliards dédiés à la réduction des cotisations employeurs et des cotisations salariés jusqu'à 35 000 euros et 4 milliards pour la

fusion des deux tranches inférieures du barème de l'impôt sur le revenu. Le reste de l'enveloppe est alloué aux renouvellements de contrats de l'administration publique (5 milliards), et de santé (2,5 Mds) ainsi qu'aux mesures en faveur de la natalité (1 Md). Pour les entreprises, outre la suspension de la taxe sur le plastique et de la taxe sur le sucre, 1,8 Md seront dédiés aux financements des contrats de R&D et du soutien à l'investissement privé dans le Sud auquel s'ajoute une prime à l'embauche.

✓ Notre opinion – *Avec une enveloppe aussi faible, le gouvernement italien a dû faire un choix. Il s'est tenu à celui de privilégier la baisse de la fiscalité en particulier pour les bas salaires. Avec la réduction du coût fiscal et des cotisations, il porte plus loin la mesure initiée par le gouvernement de Mario Draghi avec pour objectif non seulement une diminution du taux de prélèvement obligatoire pesant sur le travail mais également un soutien à la consommation. Cette mesure qui s'accompagne de la fusion des deux premières tranches de l'impôt sur le revenu est en outre présentée comme le prélude à la grande réforme fiscale du gouvernement Meloni qui prévoit à terme de réformer l'ensemble du système de collecte italien. Bien que temporaire (financée jusqu'en 2024), elle devrait permettre, au prix d'un écart budgétaire, une impulsion budgétaire de 0,2 point de PIB supplémentaire dans un contexte encore marqué par l'incertitude. Et c'est bien sur ce point que les critiques fusent et fragilisent le discours de prudence martelé par le ministre de l'Économie.*

Espagne : Plan budgétaire 2024, vers un déficit public de 3%

Le 16 octobre, le gouvernement espagnol a présenté le Projet de loi de finances pour 2024 à la Commission européenne dans le cadre de la supervision budgétaire. Le document annonce une amélioration des prévisions de croissance pour 2023 par rapport à ce qui était projeté dans le Programme de stabilité d'avril. La croissance serait de 2,4%, contre 2,1 initialement prévu tandis que la croissance en 2024 est révisée à la baisse (de 2,4% à 2%). Le déficit public s'annonce à -3,9% cette année et -3% en 2024 et le ratio de dette publique à respectivement 108,1% et 106,3%.

Le Plan budgétaire 2024 prévoit une évolution des recettes à législation inchangée en raison de la situation politique. Dans ce contexte, on estime que les recettes de l'ensemble des Administrations publiques représenteront 42% du PIB, en légère augmentation par rapport aux 41,9% de 2023. Les impôts sont attendus en hausse de 7,5% en 2024 après 7,6% en 2023 du fait des fortes recettes de l'impôt sur le revenu des personnes physiques liées à l'amélioration de l'emploi et l'augmentation des retraites. Y ont contribué aussi l'augmentation du taux d'imposition pour les revenus supérieurs à 300 000 euros. Les recettes de l'impôt sur les sociétés ont également augmenté. Pour l'année prochaine, on attend une augmentation des cotisations sociales de 6,4% en raison du dynamisme du marché du travail et de la mise en œuvre de la réforme des retraites.

Du côté des dépenses, le Projet de loi de finances envisage une baisse de leur part dans le PIB à 45%

de 45,8% en 2023. Selon le gouvernement, cela serait compatible avec la revalorisation des retraites et avec l'augmentation de 2% des salaires des fonctionnaires en 2024.

Fonction	2023	2024
	% PIB	% PIB
1. Services publics généraux	5,7	5,6
2. Défense	1,2	1,3
3. Ordre public et sécurité	1,9	1,7
4. Questions économiques	5,0	4,6
5. Protection de l'environnement	1,0	1,0
6. Logement et services communautaires	0,5	0,5
7. Santé	6,7	6,7
8. Activités récréatives, culture et religion	1,1	1,0
9. Éducation	4,3	4,3
10. Protection sociale	18,7	18,3
11. Dépense totale	45,8	45,0

Sources : ministère des Finances, Crédit Agricole S.A./ECO

Notre opinion – Faute de pouvoir annoncer à la Commission européenne un véritable projet de loi de finances 2024, l'exécutif en fonction, toujours dirigé par le Premier ministre sortant Pedro Sanchez, a remis un cadre de prévisions, qui actualise les indicateurs macroéconomiques et se contente d'annoncer une « inertie budgétaire », soit un budget à législation inchangée, en reconduisant d'un an les grandes lignes du budget 2023, sans pouvoir ni les modifier, ni les adapter pour l'instant.

Le projet de ce Plan budgétaire prévoit, afin de ramener le déficit à 3% du PIB en 2024, un ajustement d'environ 12Mds€. En principe, il semble que ne pas prolonger les mesures de soutien énergétique encore en vigueur en 2023 suffirait pour s'y conformer. Mais l'exécutif ne fait toujours pas de déclaration claire sur ce qu'il entend faire des dispositifs encore en vigueur et n'exclut pas d'en prolonger certains.

Il convient de rappeler que des mesures telles que la réduction des taxes sur la facture d'électricité et de gaz – actuellement presque au minimum légal – ou l'exception ibérique pour baisser le prix de l'électricité expirent le 31 décembre, tout comme la baisse de la TVA sur certains produits alimentaires de base ou encore les réductions sur les carburants, actuellement réservées au secteur du transport routier.

En ce sens, la Commission européenne a été très claire avec l'Espagne. Bruxelles a recommandé en mai dernier à l'Espagne de retirer les mesures de soutien énergétique en vigueur d'ici fin 2023 et d'utiliser les économies réalisées pour réduire le déficit. Une demande que l'Espagne doit aborder dans le plan budgétaire et dont la Commission évaluera la conformité fin novembre. Dans tous les cas, les chiffres du gouvernement semblent un peu optimistes sur la croissance en 2024 (2% contre 1,7% selon nos prévisions) et cela constitue le risque majeur pour l'objectif de déficit à 3%. Nous voyons une trajectoire plus modeste à -4,1% cette année et -3,2% en 2024.

Royaume-Uni

Royaume-Uni : l'inflation a déçu les anticipations d'une baisse en septembre

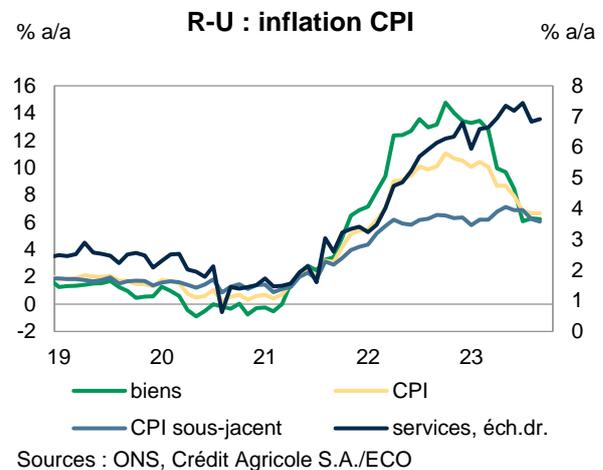
Le taux d'inflation CPI (indice des prix à la consommation) est stable à 6,7% sur un an au mois de septembre par rapport au mois d'août, mais légèrement supérieur aux anticipations du consensus (6,6%). L'indice des prix a progressé de 0,5% sur le mois après 0,3% en août, un rythme bien supérieur à la moyenne historique de long terme du mois de septembre (2010-2019). L'inflation sous-jacente, mesurée par l'indice CPI hors énergie, produits alimentaires, alcool et tabac, a baissé à 6,1% après 6,2% en août contre des anticipations à 6%.

La surprise est venue de l'inflation dans les services qui a augmenté légèrement à 6,9% contre 6,8% en août, tout en restant inférieure à son pic de juillet de 7,4%. En revanche, le taux d'inflation des biens industriels hors énergie demeure sur une tendance baissière pour le quatrième mois consécutif. Il s'établit à 4,7% après 5,2% en août et contre 6,8% en mai.

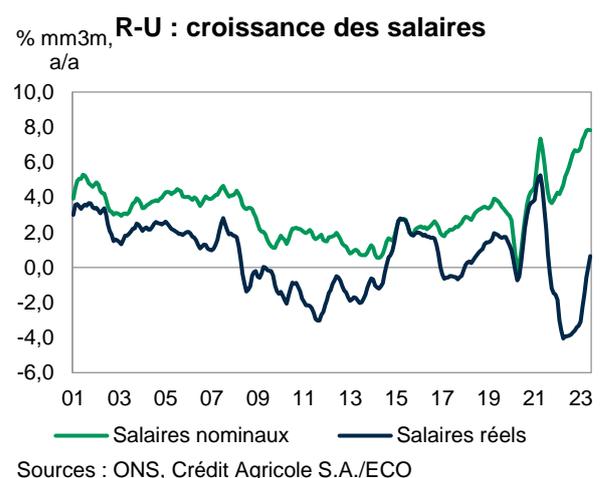
Au niveau du détail de l'indice CPI par composantes, l'inflation a été tirée à la baisse par les prix des produits alimentaires et des boissons non-alcoolisées qui enregistrent leur premier recul mensuel (-0,2%) depuis septembre 2021. Leur taux d'inflation décélère à 12,1% sur un an contre 13,6% en août, ce qui a retiré 0,16 point de pourcentage (pp) au taux d'inflation annuel (par rapport à celui du mois d'août). Les prix des biens d'équipements des ménages ont également contribué à la stabilisation de l'inflation. Ils augmentent de 3,7% sur un an en septembre contre 5,1% en août, un mouvement pesant à hauteur de -0,10 pp sur le taux d'inflation par rapport au mois d'août.

Ces contributions négatives ont été compensées par des mouvements en sens inverse des prix dans le transport et dans un certain nombre de services. En effet, le taux d'inflation de la composante transport est redevenu positif (0,7% sur un an contre -0,5% en septembre) après trois mois en territoire négatif, ce qui a ajouté 0,17 pp au taux d'inflation. Ce mouvement est dû à un effet de base défavorable : les prix dans le transport ont baissé de 0,2% entre août et septembre cette année contre une chute plus significative entre août et septembre 2022 (-1,7%), ce qui s'explique essentiellement par l'évolution des prix du pétrole. Dans les services, les prix dans les secteurs de la restauration et l'hôtellerie, dans les loisirs et la culture et, dans une moindre mesure, dans l'éducation ont aussi contribué positivement au

taux d'inflation par rapport au mois d'août (pour un total de 0,11 pp).



Cette semaine, l'ONS a également publié les données sur la rémunération salariale pour le mois d'août tandis qu'il a annoncé le report d'une semaine de la publication des chiffres de l'emploi. La croissance des salaires n'a baissé que très faiblement à 7,8% sur les trois mois à fin août contre 7,9% en juillet. La croissance de la rémunération totale (bonus inclus) recule plus nettement (à 8,1% contre 8,5% en juillet). En termes réels (ajustée de l'indice CPI), la rémunération totale accélère à +0,8% sur un an (en moyenne sur les trois derniers mois à fin août) après +0,6% en juillet. Elle atteint son rythme le plus élevé depuis octobre 2021. Les salaires réels accélèrent quant à eux à +0,7%, indiquant des gains de pouvoir d'achat pour les ménages.



☑ Notre opinion – La persistance de l'inflation dans les services suggère une demande domestique encore soutenue, d'autant plus que les ménages jouissent d'une croissance des salaires forte. Le récent regain de pouvoir d'achat devrait permettre à la consommation des ménages de continuer de résister face à la hausse des taux d'intérêt. Or, la BoE a continué d'indiquer qu'un resserrement supplémentaire de la politique

monétaire serait nécessaire s'il devait y avoir des preuves de pressions inflationnistes persistantes. La croissance des salaires, aux rythmes actuels, est loin d'être compatible avec la cible d'inflation de la BoE.

Cependant, le seuil de réaction de la BoE pour une telle décision nous semble toutefois plus élevé à présent, étant donné l'ampleur du resserrement monétaire passé dont les effets ne sont pas encore pleinement déployés. Le ralentissement de l'économie suggéré par les enquêtes auprès des entreprises, s'il venait à être confirmé, devrait donner raison au camp « dovish » du comité de politique monétaire. En outre, nous continuons d'anticiper une forte baisse du taux d'inflation au quatrième trimestre (à 4,8% en moyenne pour le CPI après 6,7% au troisième trimestre) grâce à des effets de base puissants. L'anticipation d'une baisse de l'inflation vers la cible de 2% de la BoE à l'horizon des deux prochaines années nous permet d'inscrire une stabilité des taux du taux directeur (à 5,25%) jusqu'au mois de mai, suivie par des baisses de taux graduels.

Pays émergents

Moyen-Orient et Afrique du Nord

👉 Émirats Arabes Unis : une conjoncture favorable pour l'année 2023

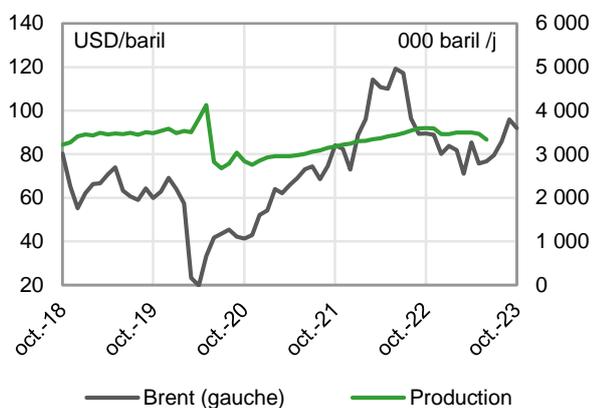
L'activité des Émirats n'est pas seulement portée par la conjoncture pétrolière et gazière, plutôt résistante, mais aussi par le redressement de certains secteurs clés de l'économie comme le tourisme et l'immobilier. La Fédération bénéficie par ailleurs des retombées positives des réformes engagées pour diversifier son économie.

Le premier semestre de 2023 a été favorable en termes de **croissance du PIB** qui a atteint 3,2% en moyenne à Dubaï, confirmant les indices de développement PMI toujours au-dessus de 55 points, indiquant une phase d'expansion économique.

En ce qui concerne la production de **pétrole**, Abu Dhabi respecte strictement les décisions de l'OPEP+ de réduire sa production. L'effet induit un soutien des prix à 83 USD en moyenne depuis le début de l'année, ceci devrait permettre aux Émirats de contenir la contraction du PIB pétrolier à seulement 1,7% cette année.

A contrario, compte tenu de l'activité assez soutenue au premier semestre, le **PIB hors pétrole** devrait progresser de plus de 4% et permettre à la Fédération d'avoir une croissance proche des 3% en 2023.

EAU : prix du pétrole et production



Sources : ICIS Pricing, EIA, Crédit Agricole SA

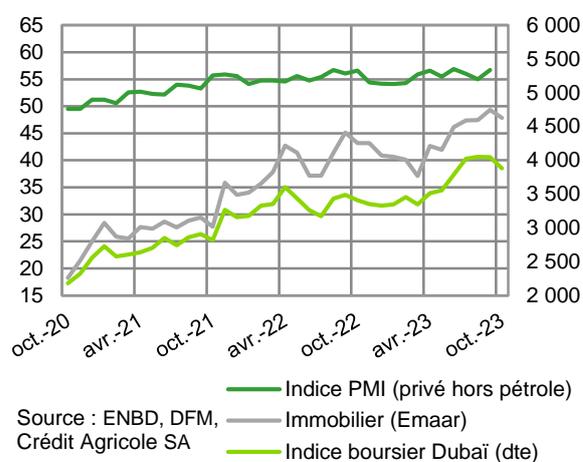
Deux secteurs tirent la croissance du PIB hors pétrole.

Dans le secteur du **tourisme**, les performances économiques sont au beau fixe. Ainsi, Dubaï a accueilli 8,6 millions de touristes sur son territoire au premier semestre, un chiffre supérieur au nombre de visiteurs d'avant la pandémie en 2019. 20% des

touristes proviennent d'Europe occidentale ; vient ensuite l'Asie du Sud-Est (17%), et notamment l'Inde avec 1,2 million d'entrées, les pays du Golfe (15%) et ceux d'Europe de l'Est (14%). Le nombre de touristes chinois progresse également même s'il ne représente que la moitié des visiteurs d'avant la pandémie (500 000). Le taux d'occupation des hôtels s'élève à 75%, une bonne performance.

Le secteur **immobilier** bénéficie lui aussi d'une conjoncture favorable. Le marché se répartit à 50% entre les ventes d'appartements ou de maisons neuves et sur plans, et 50% pour l'immobilier déjà bâti. Depuis deux années, les volumes des ventes sont en forte hausse compte tenu d'une demande soutenue, notamment de la part d'investisseurs étrangers (en partie russes). Les prix sont aussi tirés à la hausse (+18% a/a au premier trimestre 2023). Ceci explique la bonne tenue de l'indice immobilier qui a progressé en octobre de plus de 25% par rapport au début de l'année 2023.

Emirats : indices PMI et boursier



Source : ENBD, DFM, Crédit Agricole SA

Il y a un autre secteur encore peu observé aux Émirats qui est le **secteur manufacturier**. Il représente désormais presque 10% du PIB des Émirats et il croît en moyenne de 5,6% au cours des cinq dernières années. Les plans d'investissements publics et privés sont très importants pour les prochaines années notamment dans l'industrie lourde, la chimie et les machines-outils. Le pays envisage de fortement développer ce secteur exportateur qu'il conviendra d'observer attentivement dans le futur.

☑ **Notre opinion** – Le pays bénéficie également d'une amélioration de l'environnement des affaires qui attire les capitaux étrangers. À cet effet, il développe des partenariats commerciaux comme récemment avec Singapour pour doper son développement économique.

Europe centrale et orientale, Asie centrale

Pologne : une victoire pour l'état de droit et pour l'Europe

Les Polonais se sont rendus aux urnes le 15 octobre à l'occasion des élections législatives. Alors que le Parti PiS (Droit et Justice) au pouvoir depuis 2015 sortait vainqueur des sondages préalables, l'issue du scrutin a réservé de bonnes surprises.

La première étant le surprenant taux de participation de 74,4% : du jamais vu depuis la chute du système communiste. Une telle ampleur de la mobilisation de la société civile indique d'une part le retour en puissance du politique dans les préoccupations de la société, mais aussi une très forte polarisation des opinions publiques. C'était la principale caractéristique de ce scrutin qui s'est déroulé dans une atmosphère de fortes tensions entre les partis politiques. La campagne électorale de PiS a très fortement accrue cette polarisation en mettant en place une distinction entre les Polonais urbains et ceux des campagnes (qui sont la base électorale historique de PiS) en mettant en quasi-opposition leurs intérêts et leurs engagements sociétaux. Les multiples attaques personnelles contre la figure de Donald Tusk (chef du parti de l'opposition Plateforme Civique) ont également contribué à ce clivage.

De plus, PiS a structuré son discours politique autour des questions de la défense militaire, avec un lancement de projets très ambitieux de militarisation qui positionnerait la Pologne à la troisième place de l'OTAN après les États-Unis et la Turquie. La menace d'extension du conflit russo-ukrainien, bien que réelle et avec des impacts potentiels très significatifs, a été largement utilisée voire manipulée en créant un climat de tensions et de peur – surtout pour les régions frontalières.

La controverse de Varsovie avec les institutions de Bruxelles était encore une fois au cœur de la campagne du gouvernement sortant, avec sa rhétorique d'opposition aux valeurs d'ouverture en termes de politique migratoire ou encore en protection des droits des minorités versus un schéma de société très traditionnelle défendu par les dirigeants du PiS.

Ces discours, par ailleurs assez agressifs et clivant, ont provoqué une certaine fatigue électorale avec la naissance d'un sentiment de ras-le-bol des citoyens de se retrouver toujours dans une posture conflictuelle avec le reste de l'Europe. Sans trop généraliser le phénomène, il y a là un signal certainement faible – mais existant – peut-être d'une limite des régimes illibéraux dont la posture et la rhétorique sans cesse conflictuelles provoquent chez les électeurs une certaine lassitude et du pessimisme qui bloquent les projections dans l'avenir surtout pour les plus jeunes. Par ailleurs, la grande expérience politique de Donald Tusk a aussi été un atout majeur pour l'ensemble des partis d'opposition dans le déroulement de la campagne électorale qui était très injuste en termes de couverture médiatique.

Bien que PiS ait obtenu le plus grand score (38% des voix), la majorité des votes s'est tournée vers les partis d'opposition qui devraient constituer une coalition majoritaire. La tâche n'est pas aisée car des divergences significatives entre les différentes formations demeurent, notamment sur l'autorisation de l'avortement qui était une des principales promesses de la plateforme civique. Toutefois, l'ouverture attendue concernant la liberté de la presse, ou l'indépendance de la justice sont des questions qui vont fédérer les efforts de l'opposition.

Ce scrutin a également une importance majeure dans la normalisation et l'amélioration des relations entre Varsovie et Bruxelles. La Pologne ne devrait plus bloquer ou ralentir les processus de décisions européens, bien au contraire elle devrait se rapprocher davantage de la France et de l'Allemagne pour être un moteur des avancées européennes.

Les réformes judiciaires, une fois réalisées, devraient ouvrir la voie au déblocage de l'enveloppe européenne tant nécessaire à la réalisation des transformations industrielles en vue de la transition énergétique et climatique de la Pologne.

Cependant, il reste encore des freins à la réalisation des promesses électorales. Le premier est la présidence qui est dirigée par A. Duda, un fidèle ami du PiS. Le président Duda aura encore pour un an, le pouvoir de bloquer les nouvelles législations après la création du nouveau gouvernement.

Par ailleurs, cette coalition risque de prendre du temps (probablement plus de deux mois) avant sa mise en place en raison des délais administratifs.

Il ne faudrait pas sous-estimer les modifications profondes qui ont eu lieu depuis 2015 et les membres du PiS qui dirigent les principales institutions, les médias ou encore les entreprises publiques. Détricoter ce qui a été érigé avec beaucoup de détermination par PiS risque d'être très difficile et chronophage. La solidité de la coalition devra faire ses preuves dans un contexte plutôt fragile et semé d'embûches.

Du point de vue économique, nous n'attendons pas de modifications majeures dans le très court terme car toutes ces réformes risquent de prendre du temps et les budgets ont déjà été préparés pour l'année 2024. En revanche, le climat des affaires et la confiance des investisseurs devraient largement s'améliorer si la transition gouvernementale se fait de manière démocratique et paisible.

Pour le moment rien ne nous empêche de nous réjouir de cette bonne nouvelle pour la démocratie libérale en Europe.

Afrique sub-saharienne

Côte d'Ivoire : concilier la croissance économique et l'assainissement budgétaire

Un rapport récent de la Banque mondiale, intitulé Africa's Pulse, classe la Côte d'Ivoire parmi les pays les plus dynamiques d'Afrique subsaharienne.

Premier producteur mondial de cacao (40% de la production mondiale) et de noix de cajou (20% de la production mondiale), l'économie ivoirienne dispose, tout d'abord, d'un important secteur agricole. Combiné à un secteur des services et manufacturier en plein développement, la croissance de la Côte d'Ivoire devrait rester élevée aux alentours de 6,4% en 2023.

Toutefois, cette croissance de l'économie ivoirienne, reste nettement contrainte par des enjeux structurels et un environnement international incertain.

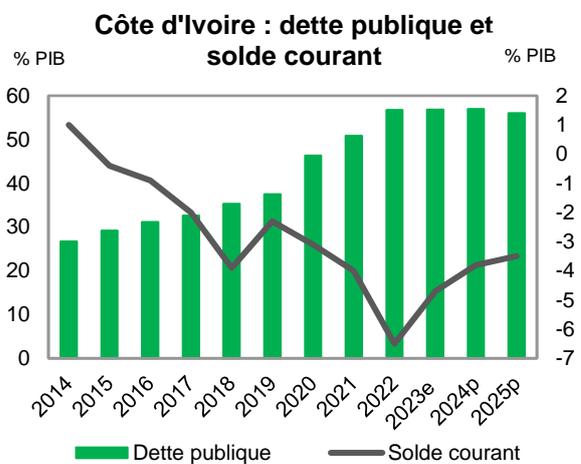
En effet, à l'heure où le ratio de la dette publique pourrait dépasser 58% du PIB en 2023, les autorités ont recours à des emprunts de plus en plus coûteux sur le marché régional. Ainsi, on estime que les intérêts de la dette publique devraient atteindre près de 14,9% des recettes budgétaires en 2023, contre 12,8% en 2021.

Plus particulièrement, on constate une hausse de la dette extérieure, marquée par l'émission de plusieurs eurobonds, portant son poids à 60% du total de la dette publique (contre 50% en 2017). Dans cette perspective, les échéances de la dette extérieure de l'État pourraient aggraver les pressions sur la balance des paiements à l'avenir. De même, les hausses de taux aux États-Unis et en Europe tendent à réduire les flux de financement en faveur des pays émergents et à accroître les taux auxquels ils peuvent s'endetter sur les marchés. Le service de la dette publique extérieure rapporté aux recettes budgétaires pourrait donc atteindre le seuil défini par le FMI pour le pays (18%) et le dépasser en 2024.

La Côte d'Ivoire peut compter, néanmoins, sur le soutien des bailleurs de fonds internationaux. Le pays avait bénéficié de la suspension du service de

sa dette en 2020 et vient d'obtenir, cette année, une aide de 3,5 Mds\$ auprès du FMI. Ce programme d'aide à destination de la Côte d'Ivoire, approuvé en mai dernier, vise à améliorer les revenus de l'État afin de préserver la stabilité budgétaire et garantir une dette soutenable.

Aujourd'hui, l'économie ivoirienne se montre, dans l'ensemble, plus résiliente que prévue et le FMI anticipe une réduction du déficit budgétaire pour 2023 à 5,3% du PIB grâce, en partie, à une amélioration du recouvrement des recettes fiscales permise par le programme.



D'un point de vue politique, la situation s'est stabilisée mais demeure fragile à l'image de l'éviction récente du Premier ministre Patrick Achi par le président Alassane Ouattara. Fraîchement remplacé par Robert Beugré Mambé, ce dernier aura pour défi d'assurer la stabilité budgétaire mais aussi de combler les lacunes du pays en matière de gouvernance et de climat des affaires qui figurent aux axes prioritaires du Plan national de développement (PND 2021-2025) en vue de favoriser l'attractivité du pays pour les investisseurs privés.

Notre opinion – Depuis la mise en place du programme du FMI, la Côte d'Ivoire a entamé une série de réformes structurelles conformes au PND 2021-2025 visant, d'une part, à accélérer la transformation économique et sociale du pays et, d'autre part, à atteindre le statut de pays à revenu intermédiaire de la tranche supérieure à moyen terme.

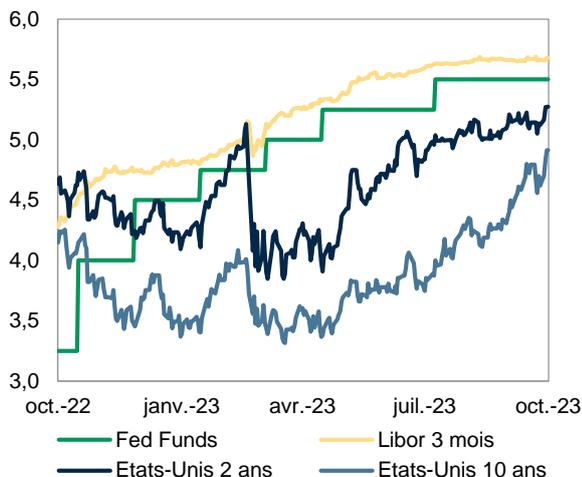
Dans cette perspective, la poursuite des investissements dans le secteur des infrastructures et l'exploitation des découvertes récentes de pétrole, associées à des politiques macroéconomiques prudentes devraient soutenir les perspectives de croissance à long terme.

Cependant, une attention toute particulière devra être accordée à l'augmentation des intérêts de la dette publique dans la mesure où elle pourrait réduire la capacité du pays à faire face à de nouveaux chocs.

Tendances à suivre

Taux d'intérêt en dollar américain

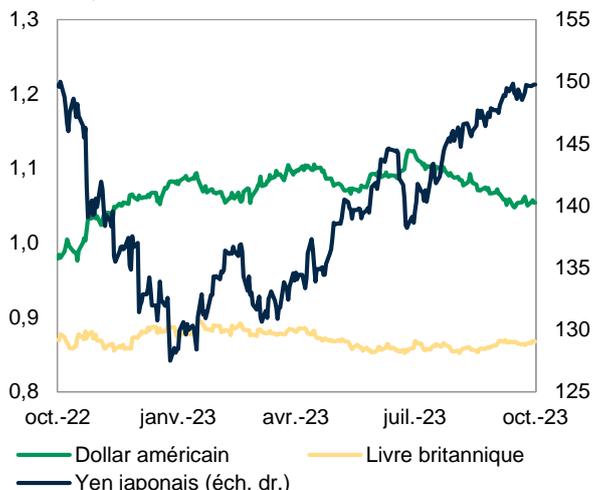
%, interbancaire (Londres) et souverains (États-Unis)



Source : Thomson Reuters

Taux de change des principales devises

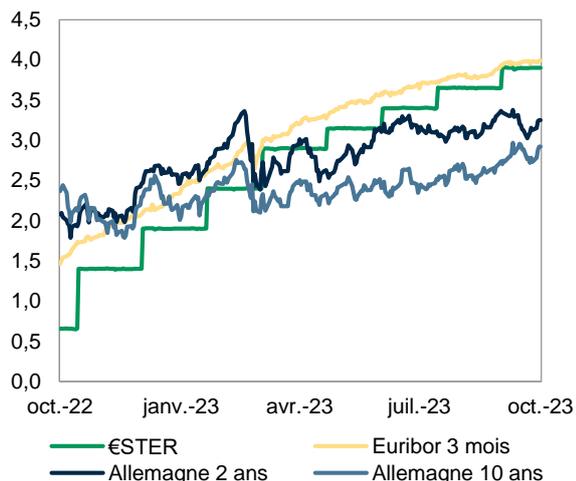
EUR/USD, EUR/GBP et USD/JPY



Source : Thomson Reuters

Taux d'intérêt en euro

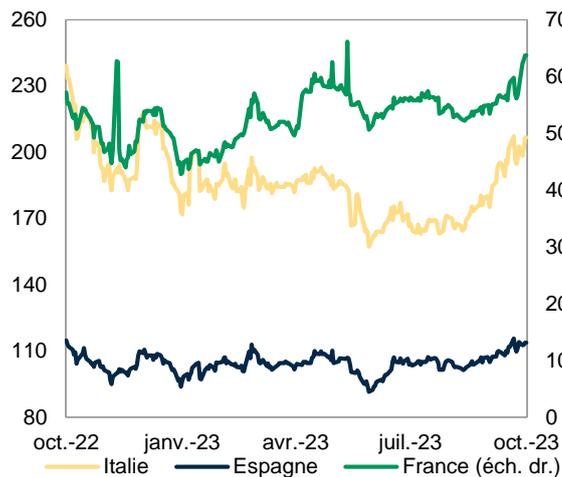
%, interbancaires (Londres) et souverains (Allemagne)



Source : Thomson Reuters

Spreads souverains européens avec le Bund

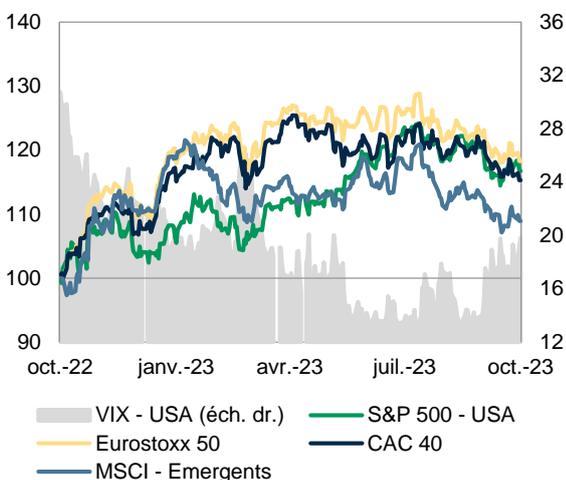
Pdb, dette en EUR à dix ans



Source : Thomson Reuters

Marché actions

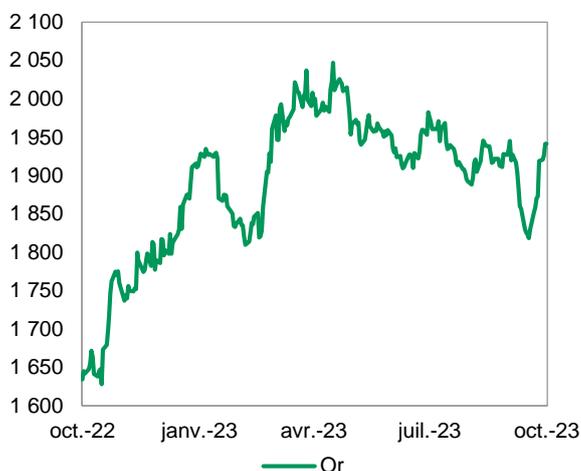
Indice boursiers (100 = début de période) et volatilité VIX



Source : Thomson Reuters

Cours de l'once d'or

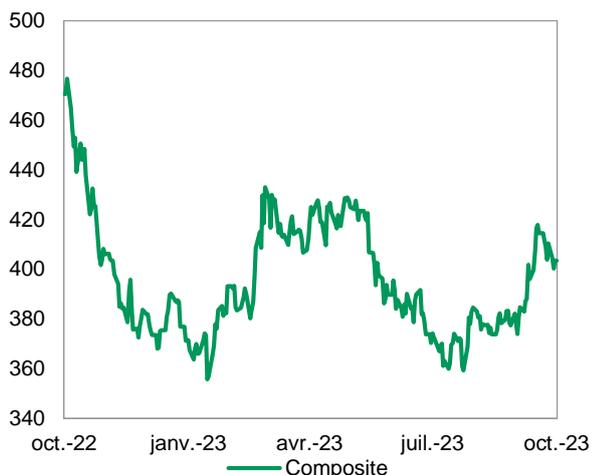
USD/Once troy (Londres)



Source : Thomson Reuters

Spreads souverains émergents avec le T-Bond

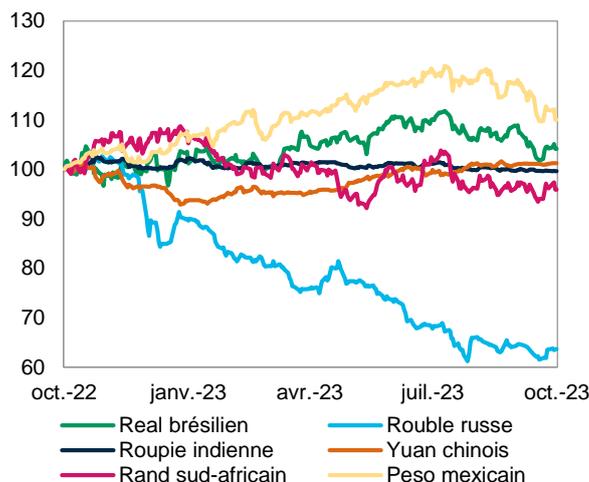
Indices EMBI+ (pdb, dette en USD de plus d'un an)



Source : JP Morgan

Devises émergentes

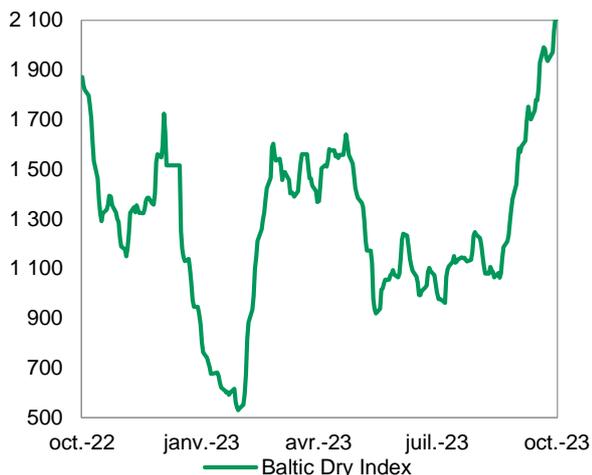
/USD (indice 100 = début de période)



Source : Thomson Reuters

Coût du transport maritime de vrac sec

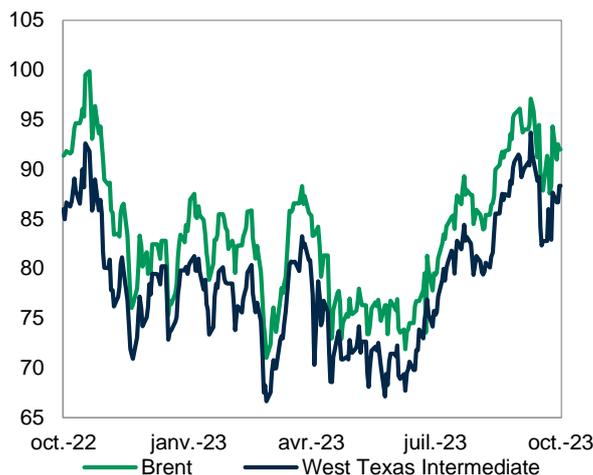
Baltic Dry Index (USD/point)



Source : Baltic Exchange

Cours du baril de pétrole brut en USD

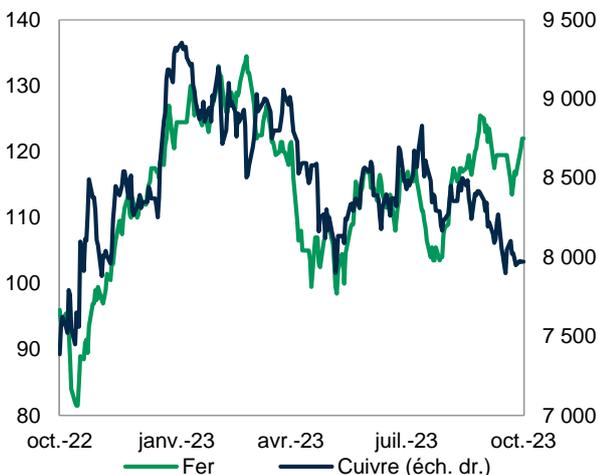
Brent (mer du Nord) et WTI (golfe du Mexique)



Source : Thomson Reuters

Cours des métaux

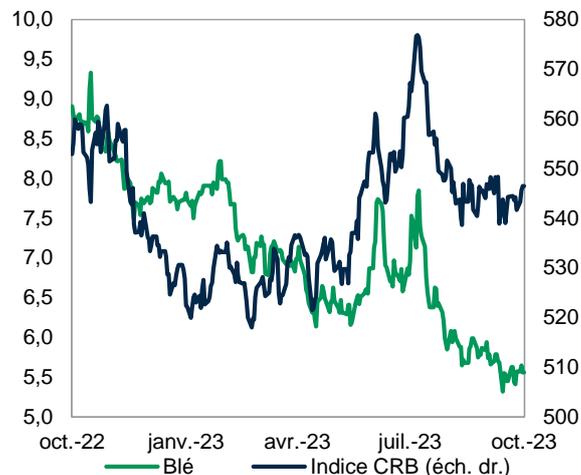
USD/tonne métrique



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 – Octobre 2023

[Un équilibre délicat](#)

Date	Titre	Thème
19/10/2023	Open Banking, les entreprises en ont-elles pour leurs données ?	Fintech
19/10/2023	Afrique sub-saharienne – La croissance économique est revue à la baisse pour 2023	Afrique
18/10/2023	Hong Kong – L'éternelle question du "peg"	Asie
18/10/2023	Italie – Reprise de la production industrielle, un mirage ?	Italie
17/10/2023	PRISME – L'analyse de la conjoncture et de l'actualité agricole et agroalimentaire du Crédit Agricole	Agri-Agroalimentaire
16/10/2023	France – Les ménages et les entreprises modifient leur comportement face à l'inflation	France
16/10/2023	Parole de banques centrales – BCE : la science de la patience ou l'assurance contre le risque	Zone euro
16/10/2023	Scénario 2023-2024 – Inde : de la croissance, mais les vieux démons ne sont jamais loin	Asie
13/10/2023	Monde – L'actualité de la semaine	Monde
11/10/2023	L'Observatoire financier des entreprises agroalimentaires – Analyse financière des métiers du grain	Agri-Agroalimentaire
11/10/2023	Italie – La politique budgétaire à la croisée des chemins	Italie
10/10/2023	France – Le pays au top niveau à l'international en termes de PIB ressenti	France
09/10/2023	Égypte – L'inflation au plus haut envoie un signal macro-économique très négatif	Moyen-Orient – Afrique du Nord
06/10/2023	Monde – Scénario macro-économique 2023-2024 : un équilibre délicat	Monde

Études Économiques Groupe – Crédit Agricole S.A.

12, place des États-Unis – 92127 Montrouge Cedex

Directeur de la publication : Isabelle JOB-BAZILLE

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

Zone euro : 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 LBOUGRE (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 : Véronique CHAMPION

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

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

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

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

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