

Perspectives

Hebdomadaire – N°19/089 – 17 mai 2019

MONDE – L'actualité de la semaine

☞ « Extension du domaine de la lutte » ?

Inquiétudes globales ou spécifiques, aux issues encore incertaines (comment, jusqu'où la Chine peut-elle rétorquer aux sanctions américaines ? Celles-ci affecteront-elles l'Union européenne ?) ou plus précises (même à 1,7%, l'accélération passagère de l'inflation de la zone euro n'est pas un signe de normalisation, surtout avec une inflation sous-jacente à 1,3%) s'amoncellent. Elles conduisent les taux obligataires souverains sans risque à poursuivre leur tendance au repli quasiment ininterrompu depuis mi-avril. Aversion diffuse au risque qui a donc entraîné les taux à 10 ans américains et allemands à, respectivement, 2,38% et -0,10% alors que les actifs plus risqués ont vu leurs prix s'effriter. Les marchés digéraient la hausse des droits de douanes annoncée par les États-Unis (à hauteur de 25% sur 200 milliards supplémentaires d'importations); les chiffres de croissance chinois mitigés sont venus les contrarier. Profitant des changements réglementaires opérés par de nombreuses collectivités locales pour faciliter l'acquisition d'un bien immobilier, l'immobilier résidentiel chinois se tient bien (il serait certainement imprudent de trop s'en réjouir). En revanche, la production industrielle (au moment inopportun où le nouveau relèvement des tarifs douaniers américains risque de peser sur l'activité manufacturière), les ventes au détail et l'investissement productif ont été inférieurs aux attentes. Le marché a également dû absorber les mesures de rétorsion prises par Pékin à la suite des sanctions commerciales américaines. Si la capacité de riposte chinoise est réduite par la faiblesse même de la base taxable (i.e. le montant de ses importations en provenance des États-Unis), sa force de frappe n'est pas limitée aux échanges de biens (cf. infra). Le rapport de mars du Trésor américain (*Treasury International Capital*) signale en outre que la Chine a réduit sa détention de titres d'État américain. Bien que la Chine demeure le premier détenteur de bons du Trésor, ses avoirs (en pourcentage de la dette négociable totale) sont passés d'un sommet de 14% en 2011 à désormais 7%. Un processus de diversification (naturelle et graduelle) est donc en cours, la diversification par rapport à l'USD s'opérant, probablement tout d'abord, en ne réinvestissant pas les titres échus en bons du

Trésor américain. Si les marchés actions américains comme asiatiques ont été pénalisés par les tensions commerciales, les actions européennes ont été épargnées. Le président Trump a, en effet, jusqu'au 18 mai pour décider d'imposer ou non des droits de douane sur les importations automobiles en provenance de l'Union européenne. Or, des informations (Reuters) suggèrent que le président pourrait accorder un délai de 180 jours avant qu'une décision ne soit prise : un répit donc mais pas une disparition de la menace. Enfin, en zone euro, un rendement du Bund inférieur à -0,1% permet au taux français à 10 ans de rester sous 0,3% bien que la prime France ne s'écroule plus. Quant à la prime de risque italienne (cf. infra), elle s'écarte sensiblement sur la semaine qu'elle finit à 275 pb après avoir flirté temporairement avec les 290 pb.

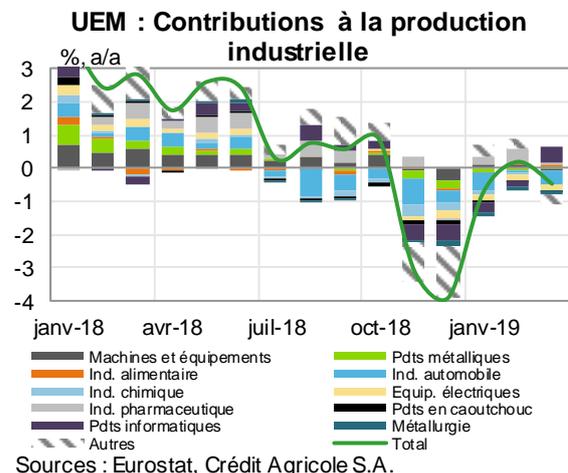
☞ « Extension du domaine de la lutte » ?.....	1
☞ Zone euro : quel bilan d'activité pour ce premier trimestre ?	2
☞ France : taux de chômage en légère baisse au premier trimestre 2019	2
☞ Italie : réduction des postes vacants et rebond des commandes	3
☞ Italie : Match reporté sur les finances publiques, les marchés joueront la mi-temps.....	4
☞ Grèce : manœuvre compliquée pour Alexis Tsipras à deux semaines des élections.....	4
☞ Pays Bas : croissance robuste au T1	5
☞ Europe centrale et orientale : la compétitivité du coût de la main-d'œuvre reste assez forte	6
☞ Chine : guerre commerciale avec les États-Unis, le danger de la contagion	7
☞ Chine : des chiffres (plus que) mitigés.....	7
☞ Argentine : un bon chiffre d'inflation mensuelle.	8
☞ Moyen-Orient – Afrique du Nord : les dégradations de ratings s'apaisent mais ne sont pas encore terminées.....	9
☞ Bahreïn : l'aide du Golfe arrive enfin	9
☞ Congo : accord historique entre le Congo et la Chine pour une restructuration de dette	10
☞ Afrique du Sud : victoire de l'ANC aux élections générales.....	10

Zone euro

Zone euro : quel bilan d'activité pour ce premier trimestre ?

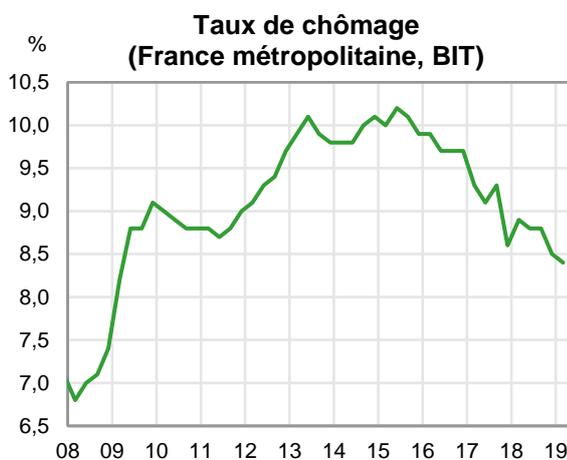
Le PIB en zone euro a augmenté de 0,4% en variation trimestrielle au T1, après +0,2% au T4. Cette accélération de l'activité est le fruit d'un regain de croissance en Allemagne (+0,4% au T1 après une stagnation au T4), en Italie (+0,2% après -0,1%) et en Espagne (+0,7% après +0,6%). En France et aux Pays-Bas, les rythmes de croissance sont restés inchangés (mais robustes) à +0,3% et +0,7% respectivement. La ventilation par composantes n'est pas encore disponible mais il semblerait que ce soit de nouveau la demande interne dans son ensemble (consommation privée et investissement productif) qui ait tiré la croissance au cours de ce premier trimestre. La publication des chiffres sur l'emploi signale une poursuite du rythme de créations de postes au T3 : celles-ci augmentant de 0,3% en variation trimestrielle et de 1,3% en variation annuelle (en ligne donc avec le rythme de croissance de l'activité, qui se montre riche en emplois). Dans le même temps, la production industrielle s'est redressée de 0,8% sur le trimestre, essentiellement grâce au rebond du mois de janvier car les deux mois suivants ont été marqués tous deux par un recul de l'activité industrielle. La

production industrielle semble encore freinée par le secteur automobile, la métallurgie et les équipements électriques tandis que l'industrie pharmaceutique stagne tout juste en rythme annuel au mois de mars.



Notre opinion – Le rythme de croissance en zone euro demeure satisfaisant en dépit d'un contexte mondial plus dégradé et incertain. La production industrielle continue de peser sur la croissance mais dans une moindre mesure comparativement au trimestre précédent. Les activités de services se sont accélérées au point de nettement compenser le déclin du secteur industriel, mais nul ne sait si ce facteur peut perdurer. La surenchère tarifaire entre les États-Unis et la Chine joue un rôle déterminant dans ce retournement du cycle industriel et son extension risque de pénaliser davantage la croissance mondiale. Il faudra sans doute attendre le second semestre pour pouvoir bénéficier de la remontée des commandes industrielles en cours. Pour l'heure, la croissance de la zone euro résiste plutôt bien à ces frictions.

France : taux de chômage en légère baisse au premier trimestre 2019



Source : Insee, Crédit Agricole SA/ECO

Au premier trimestre 2019, le taux de chômage recule de 0,1 point, après une baisse de 0,3 point au trimestre précédent. Il atteint 8,7% de la population active en France (hors Mayotte) et 8,4% en France

métropolitaine. Sur un an, le recul est de 0,5 point. Le taux de chômage atteint ainsi son plus bas niveau depuis 2009. Le nombre de chômeurs au sens du BIT diminue de 19 000 par rapport au trimestre précédent, à 2,4 millions de personnes.

Parmi les développements favorables, le halo autour du chômage, c'est-à-dire les personnes dans une situation proche du chômage mais inactives au sens du BIT, faute de recherche active d'emploi ou de disponibilité, s'établit à 1,4 million de personnes, soit un niveau élevé, mais en baisse assez marquée, sur le trimestre, 80 000 personnes. Il recule de 89 000 sur un an. Le taux de chômage de longue durée s'établit à 3,3% au premier trimestre, en baisse de 0,3 point par rapport au T4. Le taux d'emploi est stable à 66,1% (en hausse de 0,3 point sur un an) tandis que le taux d'emploi à temps complet augmente très légèrement à 54,5% (en hausse de 0,1 point par rapport au T4 et de 0,6 point sur un an), son plus haut niveau depuis 2003 (début de la série trimestrielle). La part de sous-emploi dans l'emploi

total diminue de 0,4 point sur le trimestre, à 5,3% (baisse de 0,8% sur un an).

A l'inverse, le taux d'emploi des jeunes (12-24 ans) diminue de 0,4 point sur le trimestre, à 30,7%, tout comme le taux d'activité à 38% (-0,3 point sur le trimestre) dans cette catégorie.

L'augmentation de l'emploi salarié du secteur privé (+0,3% sur le trimestre soit 66 400 créations d'emplois après 54 000 au T4) confirme la bonne dynamique du marché de l'emploi (selon les dernières données relatives à la création d'emplois publiées le 10 mai par l'Insee).

Notre opinion – Après un net recul fin 2018, le taux de chômage recule légèrement sur le premier trimestre 2019. Cette baisse assez lente est liée à un rythme de créations d'emplois plus faible (+0,5% estimé en 2019 contre +1% en 2018). Cela s'explique par la réduction du nombre de contrats aidés, un tassement des effets positifs du CICE et du pacte de responsabilité et le léger ralentissement de la croissance (1,4% anticipé sur l'année, après 1,6% en 2018). Le taux de chômage continuerait à reculer lentement au cours des prochains trimestres. Selon nos prévisions, il atteindrait 8,3% en moyenne en 2019 et 8,2% en 2020 (en France métropolitaine).

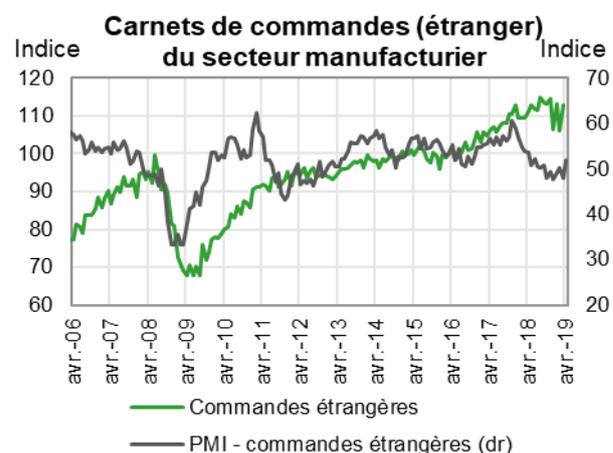
 **Italie : réduction des postes vacants et rebond des commandes**

Au premier trimestre 2019, le taux de postes vacants pour l'ensemble des activités économiques (mesuré par rapport à la somme des postes vacants et des postes occupés) s'affiche à 1% dont 1% et 1,1% pour les secteurs de l'industrie et des services respectivement. En recul de 0,1% par rapport au T4 2018, l'indicateur révèle une dynamique plus significative pour les services que pour l'industrie (-0,2% et -0,1% sur le trimestre respectivement).

Les commandes à l'industrie ont progressé de 2,2% en mars après un recul de -2,8% en février. Les commandes étrangères sont en forte progression (+6,2%) mais l'effet sur le trimestre reste contenu en raison de la baisse de février (-6,1%). Sur le trimestre, les commandes ressortent au même niveau de décembre 2018 et les commandes domestiques ont reculé de -1,5%.

Sur un an, la plus forte croissance tendancielle est enregistrée dans les industries textiles (+4,6%),

tandis que l'industrie pharmaceutique affiche le pire résultat (-12,9%).



Source : Istat, Markit, Crédit Agricole S.A.

Notre opinion – La création des postes d'emploi en Italie représente un des défis les plus importants pour l'économie italienne. En décélération, l'emploi salarié a crû de 1,9% et de 0,8% en 2017 et 2018 respectivement, une dynamique inférieure à la celle de la zone euro, qui affiche une croissance de 2% et 1,9% pour les mêmes périodes. Dans un contexte de ralentissement de la croissance mondiale, dans lequel l'Italie se révèle comme un des pays de la zone euro les plus touchés par la baisse de l'activité, la progression de l'emploi s'avérera encore plus difficile à achever. Néanmoins, la bonne dynamique du taux de chômage observée en Italie depuis le pic de novembre 2014 se poursuit. À 10,2% en mars, le chômage se retrouve à un niveau qui n'a pas été observé depuis février 2012. Mais sur la période 2006-2019, le nombre d'employés à durée indéterminée n'a quasiment pas changé (+2,7%). En revanche, la part des employés à terme a progressé de 40% pendant la même période avec une forte accélération à la fin 2017. C'est donc l'emploi à terme, plus volatile et précaire, qui a été le moteur de la reprise de l'emploi en Italie.

En prévision, les informations disponibles sont encourageantes : les perspectives d'embauche, fournies par les enquêtes de la Commission européenne, signalent une amélioration depuis le début de l'année pour l'industrie, la construction et les services et un léger recul pour le commerce au détail.

Italie : Match reporté sur les finances publiques, les marchés joueront la mi-temps

La date du 5 juin, celle de la réunion de l'Ecofin qui vérifiera la conformité du déficit 2018 et du budget pour 2019 avec les règles européennes, approche. Les marchés financiers le savent et commencent à s'inquiéter. D'autant plus que le contexte géopolitique est porteur d'une aversion au risque qui génère une nouvelle fuite vers la qualité. La prime de risque sur le souverain italien s'est de nouveau tendue, tout comme, mais plus que celle des souverains périphériques en concomitance avec la chute du rendement du Bund. Elle a atteint un pic à 291 points de base avant de retomber à 274 en fin de semaine, après avoir quitté les hauts plateaux de 320 points de base fin 2018 en plein bras de fer entre le gouvernement et la Commission européenne, et avoir ensuite maintenu une moyenne de 255pb suite à l'accord trouvé sur le budget 2019. Mais il n'y a pas que l'environnement extérieur qui a généré cette révision à la hausse du risque italien. Les récentes déclarations du leader de la Ligue M. Salvini ont aussi joué un rôle clé. Le dépassement du plafond de 3% du déficit ne serait pas un tabou mais un « devoir » selon le ministre. Cette déclaration est signe que c'est une autre date qui est inscrite dans l'agenda de M. Salvini, celle du 26 mai et des prochaines élections européennes. La raison verra peut-être après, mais les marchés ne font pas le tri entre les messages. D'autant plus que lors de la publication de ses dernières prévisions, la Commission européenne a souligné les marges de manœuvre extrêmement limitées du gouvernement italien, notamment pour l'année 2020. Une faible croissance cette année mais aussi pour la prochaine (les prévisions ont été révisées à la baisse de 1,2% à 0,1% en 2019 et de 1,3% à 0,7% en 2020) contraignent l'action du gouvernement. Mais surtout les marges de flexibilité que la Commission pourrait accorder en termes budgétaires ont déjà toutes été utilisées. Pour l'année 2018, l'ajustement structurel du déficit conforme aux règles pour un pays à fort endettement (dette > 60%) et en milieu du cycle (écart de production compris entre -1,5% et +1,5%) est de 0,6 point de PIB. L'Italie a pu bénéficier d'une marge discrétionnaire de la Commission en raison de la faible croissance, qui a réduit à 0,3 point l'effort de correction du déficit. Mais finalement, selon la Commission, elle a augmenté son déficit structurel de 0,1 point. De quoi enclencher une procédure de déficit excessif (ex-post, sur une déviation avérée) ?

Non, car la déviation n'est pas significative (inférieure à 0,5 point). L'intérêt de la Commission se concentrera sur l'année 2019. Lors de l'accord sur le budget 2019, trouvé avec le gouvernement italien fin 2018, la Commission avait concédé 0,2 point de flexibilité, réduisant à 0,4 point l'effort à produire en termes d'ajustement structurel du solde public. Mais la Commission estime que l'orientation budgétaire est plutôt expansionniste de 0,2 point. Une déviation de 0,6 point par rapport à l'objectif, plus que significative donc (> à 0,5 point d'écart). Mais déjà lors de la présentation de son programme de stabilité l'Italie a activé une clause de sauvegarde de 2Mds € de baisse supplémentaire de dépenses, pour montrer sa bonne volonté de limiter le dérapage pour l'année en cours. De quoi obtenir la clémence de la Commission.

Finalement, pour le 5 juin, nous n'attendons pas de la Commission une recommandation pour l'ouverture d'une procédure à l'encontre de l'Italie sur le déficit de 2018 et 2019. Pour le budget 2020 en revanche, la pression est mise. En prévoyant un déficit de 3,5% la Commission affirme qu'elle ne croit pas à l'activation des 23Mds € (1,3 point de PIB) de hausse de TVA qui pourraient ramener le déficit dans les limites de conformité. Bien que cette hausse ait été voté par le Parlement, elle reste peu crédible. Les hausses précédentes, inscrites en tant que clauses de sauvegarde à activer en cas de dépassement des objectifs budgétaires, n'ont jamais été exercées au cours des six années précédentes. Les différents gouvernements ont toujours évité les hausses de TVA par des mesures alternatives et par la négociation d'un dépassement « autorisé » avec les autorités européennes. Les forces au gouvernement affirment ne pas vouloir remonter la TVA, mais la recherche de solutions alternatives s'avère complexe. La Commission en est bien consciente et les marchés aussi ; bien que théoriquement une procédure *ex-ante* pour déviation significative soit possible, nous pensons que la Commission atteindra le prochain projet de budget pour 2020 (prévu en octobre prochain) pour se prononcer. D'ici là les élections européennes pourraient modifier la donne politique italienne et ses implications budgétaires. Les marchés devront passer l'été sans véritable ancrage de leurs anticipations, ce qui ne suggère pas une baisse des tensions sur la prime de risque.

Grèce : manœuvre compliquée pour Alexis Tsipras à deux semaines des élections européennes et locales

A l'approche des élections européennes qui feront office de test pour Syriza, le gouvernement d'Alexis Tsipras est de plus en plus fragilisé. Le 11 mai, après qu'une motion de censure a été déposée par le leader de l'opposition Kyriakos Mitsotakis, le gouvernement s'est soumis à un nouveau vote de confiance qu'il a remporté à 153 voix. Ce vote est le

cinquième depuis l'arrivée au pouvoir d'Alexis Tsipras en 2015.

Syriza continue d'être en difficulté dans les sondages. Neuf points de pourcentage le séparent de Nouvelle Démocratie. L'objectif d'Alexis Tsipras est de réduire cet écart à 5% lors des élections européennes. S'il n'y parvient pas, il se pourrait que

le Premier ministre déclenche des élections anticipées. En attendant, le gouvernement a présenté devant le parlement un ensemble de mesures sociales dont le coût est estimé à 1 Md d'euros. Approuvées par les députés, mercredi, ces mesures comprennent une réduction de TVA, une prime unique pour les retraités et des aides pour les familles nombreuses. Les aides devraient entrer en vigueur avant le scrutin du 26 mai. En effet, le 13^e mois de pensions qui devrait toucher 2,5 millions de retraités, de même que les primes pour les familles nombreuses et des aides aux loyers seront versés entre les 20 et 25 mai.

Alexis Tsipras a en outre exprimé sa volonté de réduire l'objectif d'excédent primaire, de 3,5% à 2,5%, pour la période 2020-2022. En contrepartie, il propose de bloquer 5,5 milliards d'euros de la réserve de liquidités du pays sur un compte spécial à titre de garantie.

Cette inflexion de la politique budgétaire grecque inquiète aussi bien en Grèce qu'en dehors des frontières. Le gouverneur de la Banque centrale a en effet fortement critiqué la démarche du gouvernement estimant que les objectifs de déficit primaire seraient remplis pour cette année, mais que les mesures votées par le parlement limitent toutes marges de manœuvre future.

Les créanciers européens montent également le ton vis-à-vis d'Athènes et ont rappelé que le pays pourrait faire face à d'éventuelles sanctions s'il ne tenait pas ses engagements. La question devrait être discutée lors du prochain Eurogroupe, après la présentation du troisième rapport post-*bail-out* en juin.

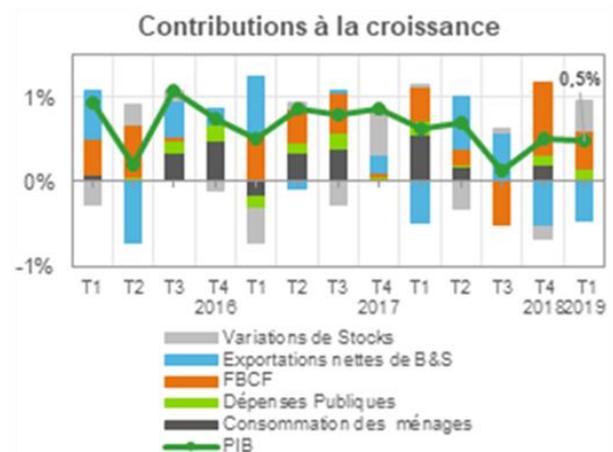
La sanction est également venue des marchés cette semaine. Le *spread* avec le Bund allemand a grimpé de 50 points de base.

✓ Notre opinion – Les décisions d'Alexis Tsipras affichent clairement un objectif électoral mais cette inflexion de sa politique budgétaire pourrait avoir un coût. La fin du plan d'ajustement limite les marges de manœuvre des créanciers européens. Ces derniers ont néanmoins rappelé que le pays pourrait être sujet à des sanctions s'il ne tenait pas ses engagements, parmi les sanctions possibles la retenue sur le remboursement des revenus des banques centrales sur les obligations grecques ou la possibilité de bloquer le remboursement d'une partie des prêts du FMI. La Grèce prévoit de rembourser 3,7 milliards d'euros au FMI en 2019 et 2020 dont le taux d'intérêt s'élève à 5,13%, contre une moyenne de 1,4% pour le FESF et le FSEM, ou de 3,45% pour l'obligation à cinq ans. Ces sanctions n'auraient qu'un impact limité sur le budget mais pourraient générer un surcroît de tensions sur les marchés obligataires. Une nouvelle défiance vis-à-vis de la Grèce aurait un impact sur les capacités de financement extérieures du pays

 **Pays Bas : croissance robuste au T1**

Après les faibles performances du T3 2018 et un T4 robuste, le PIB a crû de 0,5% sur le trimestre au T1 en ligne avec nos prévisions. En glissement annuel, la hausse du PIB réel devrait approcher 1,7%. L'activité a été portée principalement par les investissements et les variations de stocks tandis que la croissance de la consommation est restée faible. La contribution extérieure a été négative. La forte croissance des importations a plus que compensé la faible hausse des exportations. Cette hausse est la plus faible depuis trois ans et est principalement imputable à une progression des réexportations plus qu'à la livraison de biens résultant d'une hausse de la production manufacturière. Cette dernière a progressé de 0,9% en glissement annuel au premier trimestre 2019, soit un léger ralentissement par rapport au T4 2018 (2,2%). Les secteurs les plus dynamiques ont été la construction (8,7%) et les services aux entreprises (3,6%). Les créations d'emplois se sont poursuivies, ce qui continuera à

générer des tensions sur le marché du travail. Le nombre de postes vacants par chômeur est passé de 88 à 80 postes pour 100 chômeurs au T1.



✓ Notre opinion – Après une très forte croissance en 2018, la normalisation de l'activité devrait se poursuivre. Les contraintes d'offres et un environnement international marqué par les incertitudes devraient conduire à une modération progressive de la croissance passant de 2,7% en 2018 à 1,8% en 2019 et 1,6% en 2020. Une sortie sans accord du Royaume-Uni qui représente 8% des exportations du pays ainsi qu'une escalade des tensions inflationnistes sont les principaux risques sous-jacents qui pourraient contraindre l'activité.

Europe centrale et orientale, Asie centrale

Europe centrale et orientale : la compétitivité du coût de la main-d'œuvre reste assez forte

Autrement dit, les salariés des pays d'Europe centrale et orientale sont payés bien en dessous des niveaux moyens de l'UE et pour certains pays très largement en dessous (Bulgarie et Roumanie, par exemple). La fourchette du coût horaire de la main-d'œuvre au sein de l'UE se situe entre 5,4 € (Bulgarie) et 43,5 € (Danemark) selon les chiffres publiés par Eurostat sur l'année 2018.

A première vue, l'écart est très important voire choquant pour un Espace économique commun, mais il s'explique essentiellement par des facteurs historiques : la sortie du système communiste remonte à moins de trente ans et la dernière phase d'adhésion à l'UE remonte à 2005 pour la Bulgarie et la Roumanie, et 2011 pour la Croatie.

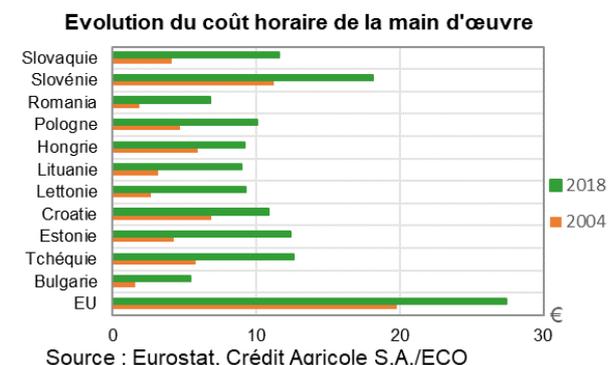
Cet écart de coût/salaires démontre surtout que le processus de convergence pour les derniers pays qui ont intégré l'UE restera très long et le chemin à parcourir encore immense. En contrepartie, ces différentiels de coût représentent une opportunité pour les entreprises qui délocalisent leurs sites de production dans cette région où, comparée aux pays développés, la rentabilité est bien plus prometteuse.

Cette recherche de meilleures marges contribue à son tour à l'augmentation des salaires et donc des coûts, mais au prix d'une longue attente de l'apparition des tensions sur le marché du travail : fortes baisses du taux de chômage et d'importants « turn over » dans les entreprises.

On remarque que plus le coût horaire d'un pays est faible moins son marché du travail est réglementé, afin d'attirer de plus en plus de capitaux étrangers qui sont friands de dérèglementations sur ces questions ainsi que sur les niveaux d'imposition.

Dans les prochaines années à venir, on devrait observer une évolution encore plus rapide du coût horaire en Europe centrale et orientale puisque les taux de chômage se réduisent très fortement (en moyenne et sans rentrer dans les disparités régionales qui peuvent être très fortes). Les pays d'Europe centrale plus particulièrement sont en situation de plein emploi et certains enregistrent déjà des pénuries de main-d'œuvre ce qui contribue à faire augmenter les niveaux de salaires. En revanche, l'évolution des réglementations en matière de charges sociales n'est pour le moment pas à l'ordre du jour.

Pour certains pays, comme la Slovaquie, la Tchéquie, la Pologne, les pays Baltes, la question du modèle économique va très vite se poser. Jusque-là basé sur le faible coût de la main-d'œuvre, la réflexion sur « l'après » devra être anticipée. La marge de manœuvre est encore large mais pas tant que ça quand il s'agit de repenser le modèle de développement économique d'un pays et de réorienter les énergies et les financements vers plus de recherche et de développement par exemple.



Notre opinion – Ce panorama est néanmoins à nuancer puisque les chiffres ne donnent qu'une moyenne par pays et ne regroupent que les secteurs industriels, constructions et services (hors administration publique). A l'intérieur de chaque pays, les disparités sont également très fortes : entre les principales villes où le coût horaire de certaines entreprises de service avoisine les moyennes européennes, et les zones industrielles plus reculées où le coût horaire de la main-d'œuvre peut varier très sensiblement.

Ces disparités régionales apportent leurs lots de problématiques sociales et se traduisent in fine par des actes politiques forts. Depuis les élections hongroises (V. Orban) et en passant par les élections polonaises ou roumaines, on observe bien le décalage de vote entre les villes et les campagnes. Bien que les raisons d'une telle divergence soient plus complexes que la simple différence de rémunération du travail, l'esprit reste le même : une frustration d'une transition interminable avec un sentiment d'impuissance et de pauvreté face à la riche Europe, sentiment que les salariés des grandes villes et des secteurs porteurs ont beaucoup moins.

La réponse politique actuellement donnée par les gouvernements à ses problématiques réside dans la redistribution via des programmes sociaux.

Asie

Chine : guerre commerciale avec les États-Unis, le danger de la contagion

Alors que les hausses de tarif entre Chine et États-Unis ont encore gagné en intensité cette semaine, le risque que l'affrontement auquel se livrent les deux puissances déborde le seul domaine commercial constitue le véritable danger. Pékin a en effet directement répliqué à la hausse des droits de douanes annoncée par les États-Unis vendredi dernier, à hauteur de 25% sur 200 milliards d'importations chinoises supplémentaires. L'annonce des mesures de rétorsion adoptées par la Chine sur 60 milliards d'importations américaines, qui entreront en vigueur le 1^{er} juin, a entraîné la chute des indices boursiers américains comme asiatiques (S&P 500 : -2,4%, NASDAQ : -3,1%, Topix : -2,1%).

La Chine sait pourtant qu'elle pourrait vite se heurter à l'asymétrie du rapport de force en matière commerciale : ses importations en provenance des États-Unis ne représentent que 150 milliards USD (dont 110 milliards sont déjà affectés par les tarifs), contre 540 milliards d'importations chinoises à destination des États-Unis.

Pourtant, côté américain, la stratégie de protectionnisme commercial agressive n'est pas sans coût économique non plus. Une étude d'Amiti, Redding et Weinstein parue en mars 2019 a estimé que pour l'année 2018, la perte sèche pour le consommateur s'élevait à 1,4 milliard USD par mois. En revanche, les hausses tarifaires auraient réduit l'exposition des producteurs domestiques à la concurrence internationale, leur permettant d'augmenter leurs prix. Soucieux d'atténuer les conséquences négatives de sa politique commerciale sur le pouvoir d'achat des ménages, Donald Trump a d'ailleurs appelé la Fed à infléchir sa politique en baissant ses taux directeurs afin de prendre l'avantage sur le rival chinois. Mais, si les biens de consommation importés de Chine ont été à dessein épargnés par les hausses de droits de douane, les mesures supplémentaires envisagées par Washington seraient nécessairement plus douloureuses pour les consommateurs et pourraient catalyser le retournement de cycle américain.

✓ Notre opinion – Cette « montée aux extrêmes » en matière commerciale ne constitue pas seulement un bouleversement majeur du système commercial multilatéral. Elle est le symptôme d'une rivalité sino-américaine protéiforme, chaque jour moins latente et plus manifeste. Le dernier exemple en date de cette exacerbation de la tension stratégique remonte au 14 mai dernier : lors d'une conférence au Claremont Institute, un think tank californien, le secrétaire d'État Mike Pompeo n'a pas seulement évoqué les hausses des tarifs. Il a tour à tour dénoncé les agissements de Pékin à l'égard de la minorité ouïgoure dans le Xinjiang, affirmé la volonté des États-Unis de conforter leur présence en mer de Chine méridionale, et déploré le rôle joué par la Chine dans l'Arctique. Les possibilités d'extension du domaine de la lutte commerciale sont donc nombreuses. La question du coût politique guidera sans doute les actions et réactions des uns et des autres. Or, dans ce domaine, deux facteurs peuvent jouer : des éléments de tempérament, bien sûr, qui peuvent expliquer des phénomènes de montée aux extrêmes. Mais aussi, une forme de rationalité politique parfois contraire aux arbitrages économiques, car le coût politique pour les présidents américain mais aussi chinois n'est pas forcément négatif, dans un monde où les préférences des agents s'orientent partout vers la sécurité et le nationalisme.

(rédigé par Florian Strehaiano)

Chine : des chiffres (plus que) mitigés

La croissance de la production industrielle s'est établie à 5,4% en variation sur un an en avril, marquant ainsi un repli assez net par rapport aux 8,5% du mois d'avant. Celle des ventes au détail a ralenti de 8,7% (en mars) à 7,2% (le mois dernier). Et celle de l'investissement (en milieu urbain) de 6,3% à 6,1%.

Côté immobilier résidentiel, c'est l'inverse, avec un regain de dynamisme observé sur chacun des principaux indicateurs. Les nouvelles constructions ont

progressé de 13,8%, toujours en variation sur un an, en avril, soit de 2,3 points de pourcentage de plus qu'au mois précédent. Les ventes, elles, sont revenues dans le vert, en augmentant de 0,4% le mois dernier, lorsqu'elles s'étaient contractées de 0,6% en mars. Quant à l'investissement réalisé par les acteurs du secteur, il a augmenté de 11,9% en avril, comparé à une hausse de 11,8% le mois d'avant.

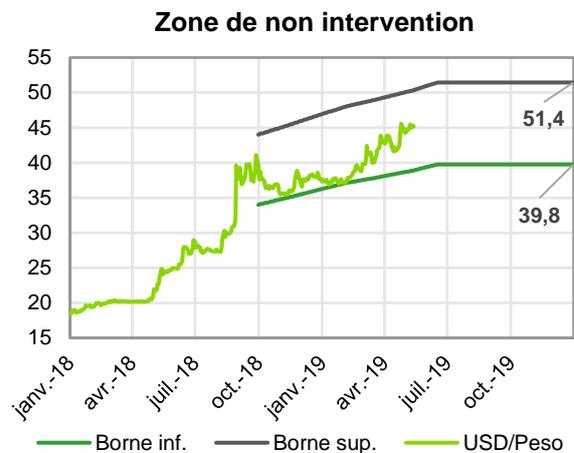
✓ Notre opinion – Certes, l'immobilier résidentiel est de nouveau à la hausse – il l'avait déjà été en mars. Le secteur bénéficie des changements réglementaires opérés par de nombreuses collectivités locales pour faciliter l'acquisition d'un bien immobilier et de la demande faite aux banques de prêter plus – bien que l'on puisse s'interroger sur leur efficacité à plus longue échéance dans un contexte où les ménages commencent à être assez lourdement endettés. Mais on retiendra surtout ici le chiffre décevant de la production industrielle, a fortiori à un moment où le nouveau relèvement des tarifs douaniers américains risque fort d'exercer des pressions baissières supplémentaires sur l'activité manufacturière, et celui tout aussi décevant des ventes au détail, alors que la consommation des ménages est censée tirer la croissance chinoise.

Les chiffres d'activité de mars et, plus largement, du premier trimestre tendaient à montrer une économie réagissant favorablement aux mesures de soutien jusqu'à présent prises par Pékin. Il va peut-être, sans doute, en falloir plus... Sans toutefois risquer la stabilité financière. Cela va être compliqué.

Amérique latine

Argentine : un bon chiffre d'inflation mensuelle. Et alors ?

Au cours du mois d'avril, l'inflation s'est établie à 3,4% soit 55,8% en glissement annuel (après 4,7% en mars soit 54,7% sur 12 mois). L'inflation cumulée depuis le début de 2019 atteint 15,6%. Par poste, les principales sources de modération de l'inflation au cours du mois sont l'alimentation, l'éducation ainsi que les boissons alcoolisées et le tabac (leurs replis respectifs expliquent 70%, 23% et 7% du recul de l'inflation totale de 1,3 point de %). En variation mensuelle, la décélération est particulièrement marquée pour la composante saisonnière (1,6% en baisse de 3,2 points de %), les prix administrés (3,3% en baisse de 1,6 point de %). L'inflation sous-jacente enregistre une progression mensuelle moins vive (3,8% en baisse de 0,8 point de %). En glissement annuel, elle se situe toujours à 58% alors que les prix saisonniers et administrés progressent de, respectivement, 42% et 56%.



Source : BCRA, Bloomberg, Crédit Agricole SA/ECO

✓ Notre opinion – Mi-avril, à la suite du mauvais chiffre d'inflation de mars et d'un nouvel accès de faiblesse du peso, le gouvernement a pris un ensemble de mesures qui s'apparentent à **de « vieilles recettes » : objectif de change et contrôle partiel des prix**. Alors qu'elle aurait dû continuer d'augmenter (au rythme de 1,75% par mois jusqu'à fin juin), la bande de fluctuations du change est figée jusqu'à la fin décembre (stabilité des bornes, avec un plancher à 39,8 et un plafond à 51,4 contre USD) ; jusqu'au 30 juin, dans l'éventualité d'une dépréciation du dollar au-delà de la borne basse, la Banque centrale n'achètera pas de dollars (cela revient à supprimer la limite à l'appréciation du peso). Par ailleurs, les prix des services publics et des transports pour les ménages n'augmenteront plus d'ici à la fin de l'année et un accord a été conclu avec des producteurs et des distributeurs pour geler le prix de 60 biens de consommation de base. Le message en faveur de la « tolérance à un peso fort » n'est pas convaincant. Le gel partiel des prix devrait se traduire par un recul mécanique de l'inflation mais les anticipations d'inflation restent élevées. L'inflation anticipée à horizon de 12 mois (i.e. avril 2020) atteint 31,4%. Elle est encore susceptible de se redresser à la faveur du moindre mauvais chiffre d'inflation ou (surtout) d'un nouvel accès de faiblesse du peso. Le problème reste donc irrésolu : malgré des mesures monétaires extrêmement restrictives et l'ampleur de la récession (l'output gap négatif estimé par le FMI atteindrait près de 8%), **l'inflation reste obstinément élevée**. La version « altérée » du plan peut être plus efficace (et moins douloureuse) à court terme mais les déséquilibres qu'elle suscite sont nombreux et connus (accélération de la demande face à une offre potentiellement progressivement contrainte, distorsion des prix relatifs, surévaluation du peso, creusement du déficit courant, subventions coûteuses pour le budget, etc.). Il ne s'attaque cependant pas aux **racines de l'inflation et de la désaffection chronique à l'égard du peso. Indexation élevée et dollarisation**. L'Argentine reste une petite économie ouverte dans laquelle les prix domestiques sur-réagissent à la dépréciation du change. L'impact sur l'inflation est exacerbé par un degré élevé d'indexation (salaires et pensions). Compte tenu d'une histoire financière compliquée, volatile, de la succession de régimes monétaires et de la dollarisation, les agents raisonnent en dollar et semblent ajuster leurs prix de façon à conserver leur pouvoir d'achat et d'épargne en dollar. Si les épargnants ne sont pas disposés à détenir des pesos à des taux d'intérêt annuels supérieurs à 60% (contre 0% pour des dépôts en dollar), la monnaie peut difficilement remplir ses fonctions de base (réserve de valeur, moyen d'échange ou même unité de compte). **Déficit courant et besoin de financement en devises** – Le gain de compétitivité issu des dépréciations nominales est inexistant (le taux de change effectif réel tend à s'apprécier) et, compte tenu de la structure des exportations par produits, l'Argentine est dépendante des prix fixés internationalement. Les volumes exportés ne répondent pas à la dépréciation qui agit seulement en comprimant les volumes importés via le recul de la demande interne. Par ailleurs, compte tenu de l'insuffisance d'épargne domestique longue en peso, la dette est largement en dollars et extérieure. L'Argentine n'attire pas d'investissements directs. **Accumulation nette d'actifs à l'étranger** - La balance des paiements doit supporter l'accumulation d'actifs extérieurs de la part des résidents. Cette désaffection structurelle à l'égard des investissements sur le territoire national confère à l'Argentine une position extérieure nette créditrice (64 Mds USD soit 12% du PIB fin 2018) à laquelle aucune de ses caractéristiques ne la prédispose.

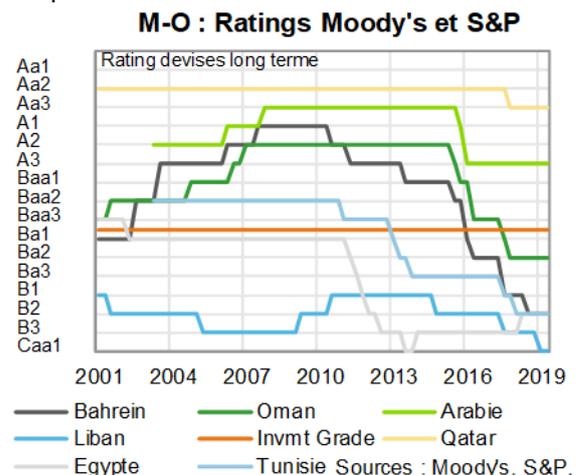
Afrique du Nord, Moyen-Orient

Moyen-Orient – Afrique du Nord : les dégradations de ratings s'apaisent mais ne sont pas encore terminées

Depuis les Printemps arabes de 2011 et la très forte chute des prix du pétrole à partir de 2014, la région Moyen-Orient – Afrique du Nord a subi une forte et rapide dégradation de ses fondamentaux macro-économiques parfois issus, dans certains pays, de crises politiques majeures et particulièrement dévastatrices. Au cœur des difficultés, l'apparition ou le creusement de déficits jumeaux (soldes courants et budgétaires) particulièrement profonds avec pour conséquence, des hausses significatives des niveaux de dettes publiques et externes. Ces indicateurs sont ceux qui sont les plus suivis par les agences de rating pour l'évaluation de leur notation financière.

L'accentuation des risques globaux dans la région a donc provoqué de très nombreuses dégradations de rating, sauf pour les Emirats, le Koweït et le Maroc, pays un peu plus isolés des turbulences moyen-orientales. Les baisses sont donc significatives : Bahreïn : -11 crans, Oman : -6 crans, Tunisie : -6 crans, Arabie saoudite : -3 crans, Liban : -3 crans. Seule l'Egypte est en phase d'amélioration après avoir perdu 7 crans sur une échelle de 24 positions en à peine deux décennies.

Ces baisses de rating illustrent aussi plus particulièrement les politiques économiques rentières et profondément pro-cycliques dans une région en mal de rebond de croissance et de réformes structurelles. Ce qui est également en cause dans cette perception moins favorable est une réactivité tardive et souvent modeste voire une forme d'immobilisme concernant les réformes économiques ou l'évolution politique.



✓ Notre opinion – Cette phase de dégradation s'est beaucoup apaisée depuis la remontée des prix du pétrole et la mise en place de mesures d'ajustement prises par les gouvernements. Mais elle n'est toutefois pas terminée pour les pays les plus déséquilibrés et elle peut d'ailleurs avoir des effets auto-réalisateurs. Le prochain pays qui pourrait subir une nouvelle baisse de son rating est Oman puisque deux agences ont assorti leur notation de perspectives négatives. La Tunisie reste également dans une situation précaire avec un rating Moody's sous surveillance. Conséquence financière : les coûts de financement des États se sont donc renchérissés pour la plupart des pays concernés par la baisse de leurs ratings et l'écart des coûts de financement s'est accru dans la région. De plus, les incertitudes géopolitiques, bien que souvent mal prises en compte dans les ratings, ont eu aussi un impact à la hausse sur les primes de risque.

Enfin, si les ratings souverains sont désormais un peu moins sous pression, les ratings de contreparties (entreprises et banques) et leur coût de financement sont également sensibles à la hausse globale de leur endettement et de la progression de l'incertitude régionale.

Bahreïn : l'aide du Golfe arrive enfin

L'aide financière de 10 Mds USD promise à Bahreïn par trois pays du Golfe (Arabie, Emirats et Koweït) en octobre dernier commence à arriver dans le royaume. Cette aide va s'étaler sur cinq années, soit jusqu'en 2023 et un premier décaissement de 2,3 Mds USD a été transféré à Manama, correspondant à l'aide de l'année 2018. Ceci a permis de redresser les réserves en devises à l'équivalent d'un

mois et demi d'importations, un niveau qui reste très faible et très inférieur au minimum de trois mois préconisé par le FMI. Bahreïn reste le pays le plus défavorablement placé de la région en termes d'équilibres macro-économiques avec un prix du pétrole toujours à plus de 100 USD le baril pour seuil d'équilibre budgétaire et courant début 2019.

✓ Notre opinion – Cette aide attendue devrait avoir pour « conditionnalités » des réformes fiscales, le pays s'étant engagé auprès de ses prêteurs à retrouver l'équilibre budgétaire en 2022. La principale réforme sera l'introduction d'une TVA sur un nombre limité de produits. Un impôt sur le revenu ou sur les sociétés n'est pas encore envisagé à ce stade.

Afrique sub-saharienne

République du Congo : accord historique entre le Congo et la Chine pour une restructuration de dette

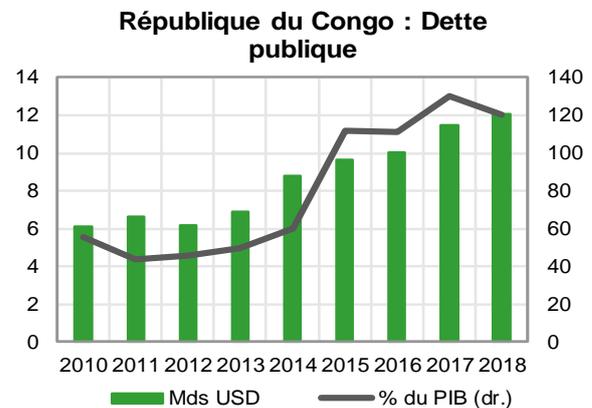
Après deux années de négociations entre les autorités congolaises et chinoises, le gouvernement du Congo (Brazzaville) a déclaré avoir signé un accord avec la banque chinoise de financement de l'import-export (Exim Bank China), pour la restructuration d'une dette bilatérale qui équivaldrait à 2,5 Mds USD (28% de l'endettement total du pays). Le détail de cette restructuration n'est pas encore connu, mais des rumeurs de marché parlent d'un rééchelonnement de la dette plutôt qu'un abandon de créances.

Cet accord ouvre la voie à un programme d'aide financière du FMI qui en avril 2018 avait en effet conditionné son soutien à des réformes dans le domaine de la gouvernance et une restructuration de la dette publique.

Les conditions d'endettement du Congo vis-à-vis de la Chine (principale créancière du pays) ne sont pas clairement exprimées, de même que les montants

de cette dette. Elle est estimée à 3,15 Mds USD (soit 35% de l'endettement total du pays).

Il s'agit d'une décision historique puisque, pour la première fois, Pékin se rallie à une solution du FMI.



Notre opinion – Le choc pétrolier, débuté mi-2014, a particulièrement impacté la République du Congo qui a subi de plein fouet la chute des cours du pétrole. En cause, la structure de son économie puisque les hydrocarbures représentent plus de 80% des exportations du pays depuis 2014. Ainsi, le pays a vu son PIB divisé par deux, ce qui a entraîné une explosion de son endettement estimé à 120% du PIB en 2018. La situation est d'autant plus inquiétante que le Congo avait bénéficié en 2005 d'une importante réduction de sa dette, au titre de l'initiative en faveur des pays pauvres très endettés (PPTe), qui avait fait passer la dette extérieure des pays concernés en moyenne de 119% à 33% du PIB. Pour faire face à cette récession, le gouvernement congolais a fait appel au FMI, le prêteur en dernier ressort.

Plus largement, la République du Congo appartient à la Communauté économique et monétaire de l'Afrique centrale (CEMAC) qui a été dans son ensemble chahutée depuis 2014. Actuellement, le Cameroun, le Tchad et le Gabon (trois des cinq pays de la zone) ont eu recours au soutien financier du FMI afin de redresser les finances publiques. Selon le FMI, l'amélioration de la situation économique et financière régionale à moyen terme dépend crucialement du respect des conditionnalités pour les pays receveurs et à la mise en place des programmes par le Congo et la Guinée équatoriale. Ainsi, l'accord trouvé entre le Congo et la Chine, et la potentielle mise en place d'un programme avec le FMI, devrait apporter un nouveau souffle à la zone CEMAC.

Afrique du Sud : victoire de l'ANC aux élections générales

A l'issue des élections générales, qui se sont tenues la semaine dernière en Afrique du Sud, le Congrès national africain (l'ANC) conserve sa majorité au Parlement en obtenant 57% des votes.

Il s'agit du score le plus faible jamais enregistré par le parti, pour une élection nationale, depuis son arrivée au pouvoir en 1994. L'Alliance démocratique (DA) obtient un peu moins de 21% des voix, soit une légère baisse par rapport aux dernières élections législatives en 2014 (22%). Le parti de Julius

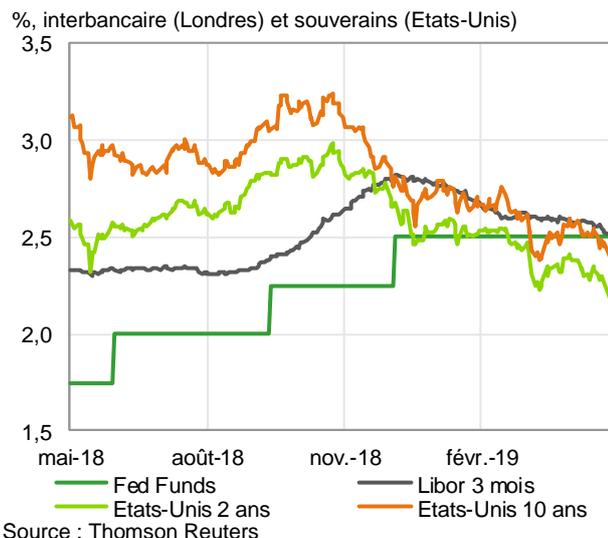
Malema, les Combattants pour la liberté économique (parti de gauche, proche de l'extrême), passe de justesse la barre des 10% (6% en 2014) et s'impose comme la troisième force politique du pays.

L'arrivée à la présidence de Cyril Ramaphosa en février 2018, qui a succédé à Jacob Zuma après que celui-ci a été contraint de quitter le pouvoir, n'aura pas suffi à enrayer la chute de l'ANC.

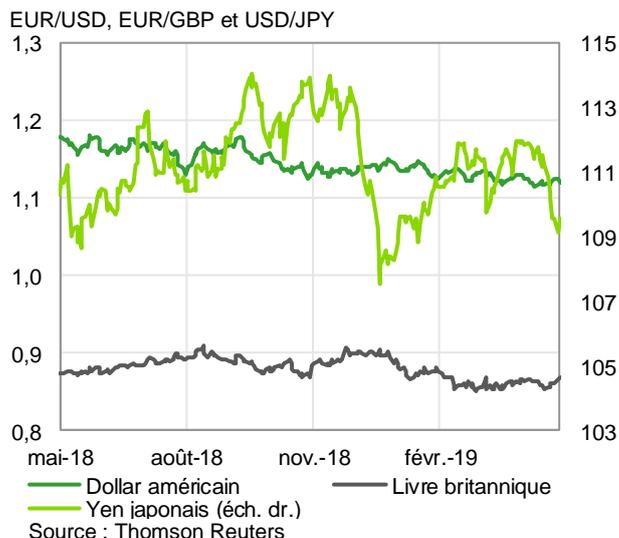
Notre opinion – Le taux de participation est faible à seulement 65% alors qu'il était de 73% en 2014 et 76% en 2009. La démobilisation est notamment due à un scrutin peu enthousiasmant : la sphère politique peu renouvelée ne séduit plus un électorat de plus en plus jeune.

Tendances à suivre

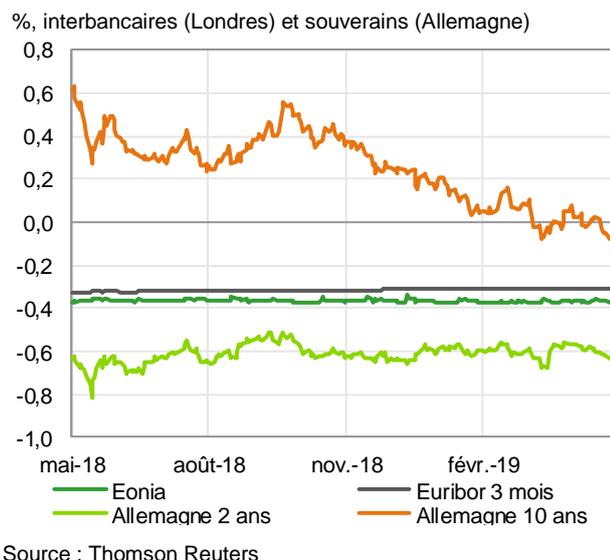
Taux d'intérêt en dollar américain



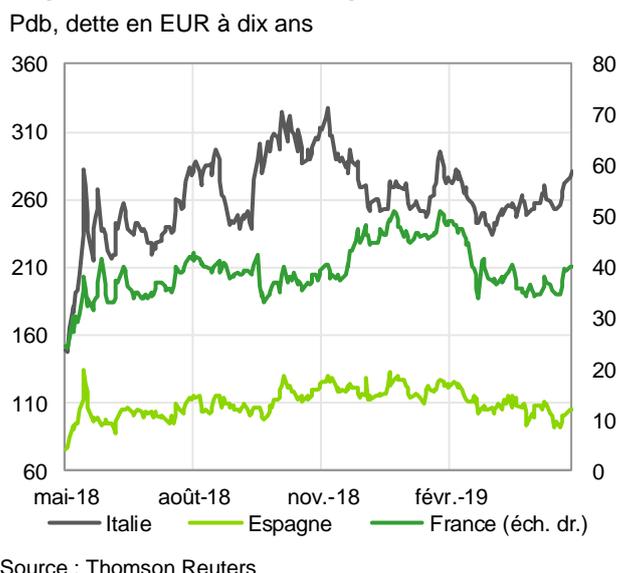
Taux de change des principales devises



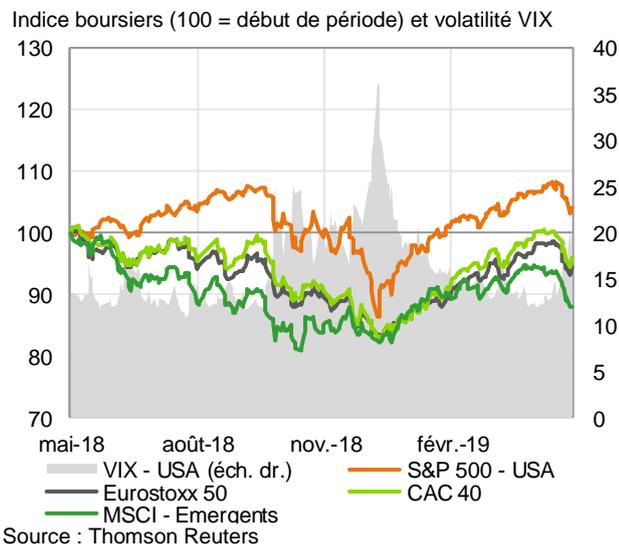
Taux d'intérêt en euro



Spreads souverains européens avec le Bund



Marché actions

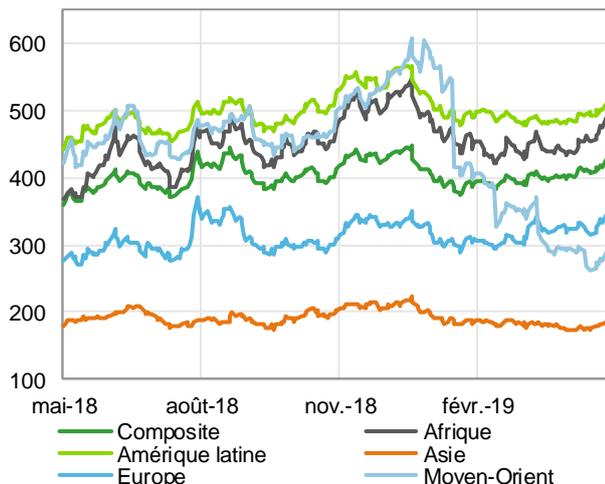


Cours de l'once d'or



Spreads souverains émergents avec le T-Bond

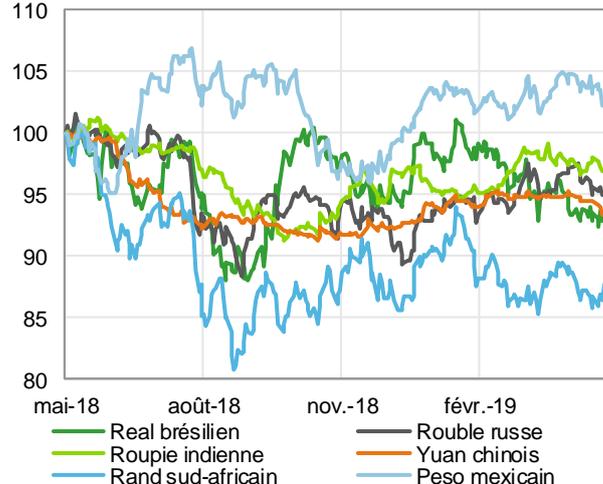
Indices EMBI+ (pdb, dette en USD de plus d'un an)



Source : JP Morgan

Devises émergentes

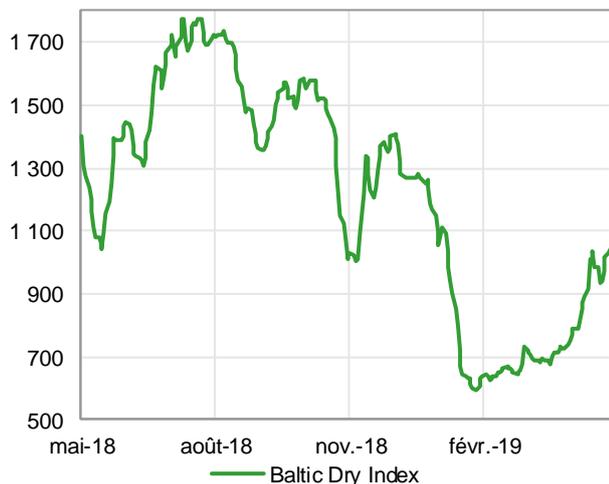
/USD (indice 100 = début de période)



Source : Thomson Reuters

Coût du transport maritime de vrac sec

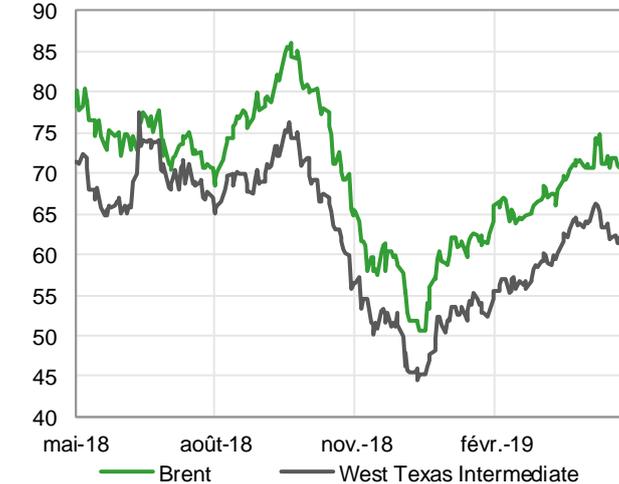
Baltic Dry Index (USD/point)



Source : Baltic Exchange

Cours du baril de pétrole brut en USD

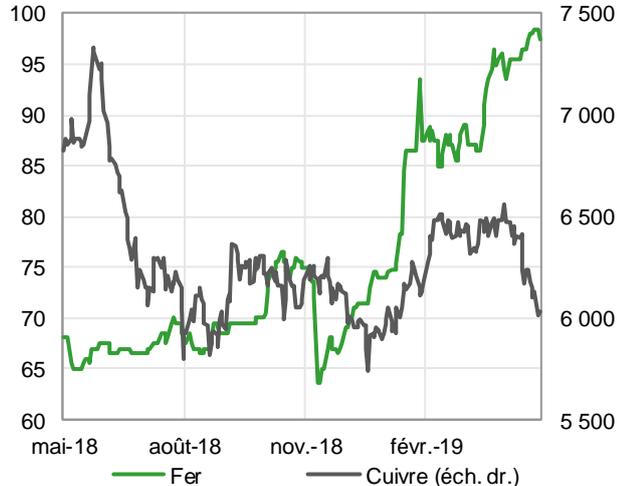
Brent (mer du Nord) et WTI (golfe du Mexique)



Source : Thomson Reuters

Cours des métaux

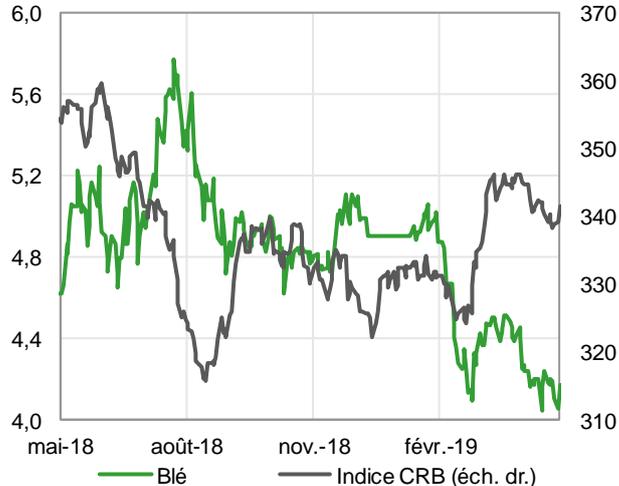
USD/tonne métrique



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 :

Date	Titre	Thème
10/05/2019	France – Scénario 2019-2020 : 2019, un pouvoir d'achat plus dynamique	France
10/05/2019	Monde - L'actualité de la semaine	Monde
03/05/2019	Monde - L'actualité de la semaine	Monde
02/05/2019	Espagne – Enjeux politiques : une victoire pour la gauche	Espagne
30/04/2019	France – Enjeux politiques : réponse au grand débat	France
24/04/2019	Allemagne – Scénario 2019-2020 : un ralentissement plus marqué de la croissance	Allemagne
23/04/2019	Espagne - Enjeux politiques : l'élection de tous les possibles	Espagne
12/04/2019	Monde – Scénario macro-économique 2019-2020 : prévenir plutôt que guérir	Monde, scénario
12/04/2019	Monde – Scénario macro-économique 2019-2020 : prévisions économiques et financières	Monde, prévisions
02/04/2019	Webzine Innovation Santé – Numéro #2 : Diabète, Blockchain, IA & l'actualité des start-up	Sectoriel
25/03/2019	PRISME – L'analyse de la conjoncture et de l'actualité agricole et agroalimentaire du Crédit Agricole	Agri-Agro
20/03/2019	France - Travail temporaire : tendances à fin mars 2019	France, Sectoriel
12/03/2019	Italie – Conjoncture : Bilan macroéconomique et bancaire	Italie, Macro, Banques
13/02/2019	ECO Tour 2019 : Perspectives économiques des grands secteurs de l'industrie en France	Sectoriel, Macroéconomie



Monde – Scénario macro-économique 2019-2020 – 12 avril 2019

Prévenir plutôt que guérir

Prévisions économiques & financières

Études Économiques Groupe – Crédit Agricole S.A.

12, place des États-Unis – 92127 Montrouge Cedex

Directeur de la publication : Isabelle JOB-BAZILLE
Rédacteur en chef : Armelle SARDA

Zone euro : Ticiano BRUNELLO, Olivier ELUERE, Ludovic MARTIN, Paola MONPERRUS-VERONI, Anna SIENKIEWICZ, Sofia TOZY, Philippe VILAS-BOAS

Royaume-Uni, Irlande, pays scandinaves : Slavena NAZAROVA

Europe centrale et orientale, Asie centrale : Tania SOLLOGOUB, Ada ZAN

Asie : Sylvain LACLIAS

Amérique latine : Catherine LÉBOUGRE

Afrique du Nord, Moyen-Orient : Olivier LE CABELLEC

Afrique sub-saharienne : Anne-Lise AURICHE

Documentation : Dominique PETIT, Elisabeth SERREAU

Statistiques : Robin MOURIER

Réalisation et Secrétariat de rédaction : Véronique CHAMPION – Fabienne PESTY

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

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

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

iPad : application [Études ECO](#) disponible sur App store

Android : application [Études ECO](#) disponible 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.