

Perspectives

Hebdomadaire – N°19/152– 13 septembre 2019

MONDE – L'actualité de la semaine

Des marchés à moitié satisfaits

Les taux obligataires américains se sont redressés cette semaine sur fond d'accalmie dans l'affrontement commercial entre Washington et Pékin. Le rendement des bons du trésor américain à 10 ans s'est hissé de 23 points suite à l'annonce du gouvernement chinois d'une exemption de la hausse tarifaire de 25% appliquée l'an dernier sur certains produits américains. Un geste d'apaisement qui a été suivi en retour d'un report de la mise en application d'une taxe additionnelle de 5% sur 250 milliards de dollars de biens chinois, prévue pour le premier octobre. En Europe, l'annonce très attendue et confirmée d'une politique monétaire encore plus accommodante afin de soutenir l'économie vacillante de la zone a eu un effet mitigé. C'est surtout la moindre aversion au risque liée à l'apaisement sino-américain qui a conduit à une poursuite de la hausse (14 points sur la semaine) du rendement du Bund allemand. Dans le même temps, les *spreads* se sont réduits, en particulier le *spread* italien a encore perdu 9 points, avec un BTP 10 ans qui atteint 0,9% (contre 2,4% trois mois plus tôt), avec en toile de fond l'obtention de la confiance du Sénat par le gouvernement dirigé par Giuseppe Conte avec l'appui du Parti démocrate et du mouvement Cinq étoiles, M5S.

Les marchés actions sont restés à l'affût du moindre signe accreditant leur anticipation et/ou désir d'une intervention massive des grandes banques centrales (BCE cette semaine et Fed la semaine prochaine) faisant osciller les indices au rythme des espoirs et des déconvenues tout au long de la semaine pour finalement ne progresser qu'assez modestement. Le S&P500 n'a ainsi gagné que 1% et l'Eurostoxx 1,4%.

Sur le marché des changes, l'euro fait une pause dans sa tendance baissière, ce qui n'a pas empêché Donald Trump d'attaquer la Fed et sa politique monétaire de baisse de taux jugée trop timide face aux taux négatifs européens.

Le cours du baril de pétrole en mer du Nord a pâti du limogeage par le président américain de son conseiller à la sécurité nationale, John Bolton, partisan d'une ligne dure avec l'Iran. Une décision qui a lancé les spéculations d'une éventuelle reprise des exportations du pétrole iranien. Mais surtout, la révision des prévisions de demande mondiale de pétrole brut pour cette année et la suivante par l'agence fédérale de l'énergie américaine (EIA) a entériné l'idée que l'offre de pétrole excéderait la demande exerçant ainsi une pression baissière sur le prix du baril de 2\$ cette semaine.

☞ Des marchés à moitié satisfaits	1
☞ La BCE met clairement sur la table la question de l'efficacité de la politique monétaire	2
☞ Zone euro : nouvelle déception sur les chiffres de la production industrielle au mois de juillet	3
☞ France : léger rebond de la production industrielle en juillet	3
☞ Royaume-Uni : une récession au troisième trimestre pourrait être évitée	4
☞ Royaume-Uni : résilience du marché du travail et accélération de la rémunération	4
☞ Turquie : chantage aux réfugiés	5
☞ Turquie : un léger mieux sur la croissance	5
☞ Ukraine : la feuille de route du nouveau gouvernement	5
☞ Inde : la croissance en berne	7
☞ Mexique : le « trilemme » budgétaire	8
☞ Egypte : l'économie poursuit son redressement en 2019	9
☞ Oman : les améliorations économiques tardent à venir	9

Editorial

La BCE met clairement sur la table la question de l'efficacité de la politique monétaire

On peut résumer ainsi les dernières décisions de M. Draghi : « J'ai fait tout ce que les marchés et les politiques demandaient, on verra si cela marche et après chacun prendra ses responsabilités. »

En effet, la BCE a pris en compte le risque accru de ralentissement économique (qu'elle a acté par une révision à la baisse des prévisions de croissance de la zone euro pour 2020 de 1,4% à 1,2%) et l'impact que celui-ci, combiné à des prix de l'énergie plus bas, aura sur une inflation qui ne cesse de décevoir. Les prévisions d'inflation pour 2020 ont été fortement révisées à la baisse (de 1,4% à 1%) depuis juin.

En conséquence, pour la première fois depuis 2016, la BCE a baissé le taux d'intérêt de la facilité de dépôt de 10 points de base, à -0,50 %.

Elle a accompagné cette baisse par un système de rémunération des réserves à deux paliers, dans lequel une partie de l'excédent de liquidité détenu par les banques ne sera pas soumise au taux négatif de la facilité de dépôt. Ainsi, elle veut s'assurer que la transmission de la politique monétaire n'est pas entravée par l'impact négatif de la configuration de taux sur la rentabilité bancaire. L'encours de crédit aux sociétés non financières en zone euro n'accélère plus en juillet (+3,9% sur un an comme en juin). Ces mesures se sont accompagnées de la modification des modalités des nouvelles opérations trimestrielles de refinancement à long terme ciblées (*targeted longer-term refinancing operations*, TLTRO III), dont la durée a été allongée de deux à trois ans et le taux ramené au taux d'intérêt moyen de la facilité de dépôt pour les banques dont les prêts nets éligibles dépassent une valeur de référence. Les pays du centre en excès de liquidité et les pays de la périphérie qui en manquent auront chacun reçu leur part.

Le guidage des anticipations a été aussi modifié, il n'est plus dépendant du calendrier mais des strictes conditions des projections d'inflation : les conditions monétaires accommodantes seront maintenues aussi longtemps que nécessaire, ce afin d'éviter toute réaction excessive en cas de remontée temporaire de l'inflation. Pour renforcer les effets accommodants de ces actions sur les taux courts, la BCE reprend les achats nets d'actifs (*asset purchase programme*, APP) à un rythme mensuel de 20 milliards d'euros dès le 1^{er} novembre et aussi longtemps que nécessaire. Elle ne les arrêtera que

peu avant de commencer à relever les taux d'intérêt directeurs.

Soit ces mesures (avec une marge de montée en puissance encore disponible) arriveront à réduire le risque de récession dans la zone euro et à ranimer l'inflation, soit il faudra penser autrement.

Abaisser la cible d'inflation et s'avouer vaincus ? La relever au contraire pour ancrer les anticipations à un niveau plus élevé d'inflation ? La crédibilité de la banque centrale risque d'en être atteinte dans les deux cas. Cela fera sûrement l'objet d'une réflexion dans le cadre de la révision de sa stratégie que la BCE va engager sous le mandat de C. Lagarde. Il y sera question de comment penser la normalisation de la politique monétaire dans un contexte de croissance, d'inflation et des taux réels très différents de ceux connus avant les années 2000. Dans le monde académique, semble se diffuser l'idée de la nécessité d'un changement de paradigme, notamment de l'acquis théorique de la domination de la politique monétaire : comment cette idée pourra-t-elle faire son chemin dans la banque centrale qui plus que toute autre se réfère à la tradition monétariste ?

La BCE s'est dite attentive aux effets non désirés de sa politique monétaire (excès d'endettement, bulles d'actifs, baisse de la rentabilité bancaire, allocation inefficace du capital). Sa réflexion ira-t-elle jusqu'à identifier dans la politique de taux bas les causes mêmes des taux bas, ceux-ci venant déprimer une demande déjà atone du fait de leur impact sur les anticipations ? Et si la question n'était finalement pas celle de restaurer le canal de transmission de la politique monétaire pour lever les freins à la croissance de la demande agrégée, mais de palier un déficit plus structurel de demande agrégée ? Dans ce cas, on ne serait plus dans le domaine monétaire, mais budgétaire.

Les appels répétés et de plus en plus insistants de la BCE à activer le levier budgétaire, en plus du levier macro-prudentiel et de celui des réformes structurelles, répond bien à ce constat d'efficacité marginale décroissante de son action. Par les taux bas, elle assure les conditions nécessaires pour une action budgétaire moins coûteuse, mais peut-elle faire plus ? Les Etats devraient réfléchir. Les options sur la table sont limitées : une action budgétaire commune ou du moins coordonnée, ou à terme la fin de la domination monétaire.

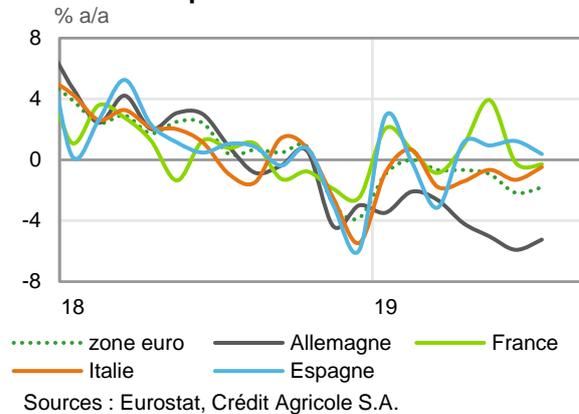
Zone euro

Zone euro : nouvelle déception sur les chiffres de la production industrielle au mois de juillet

La production industrielle en zone euro a chuté de 0,4% sur un mois, en juillet. Ce recul est le fruit d'une baisse de la production en biens non durables (-0,8% sur le mois) et en biens intermédiaires (-0,3%) tandis que la production en biens d'équipement et en biens durables a augmenté (de respectivement 1,8% et 1,2%). Ce déclin a été particulièrement prononcé en Allemagne (-0,8% sur le mois), en Italie (-0,7%) et dans une moindre mesure en Espagne (-0,6%). En France, en revanche, la production se redresse faiblement (de 0,2%). En rythme annuel, celle-ci chute de 1,8% en zone euro, enregistrant ainsi un neuvième mois consécutif de baisse. Les résultats par secteurs d'activité continuent de signaler une contraction dans la majorité des cas même si celle-ci apparaît moins forte que le mois précédent. En dehors des industries pharmaceutiques et alimentaires qui affichent une faible contribution annuelle positive à la croissance de l'indice global, les autres secteurs, y compris automobile, exercent une pression à la baisse. L'acquis de croissance de la production industrielle est de -1,1% au T3, soit en dessous de sa contreperformance du T2 à -0,6% en

variation trimestrielle. Une situation qui suggère un nouveau tassement de la croissance au T3 sans sursaut de la demande à très brève échéance.

UEM : production industrielle



Notre opinion – La production industrielle en zone euro perdure en phase de contraction dans les principaux pays de la zone. En dépit d'un moindre recul en variation annuelle, elle menace de plomber à nouveau la croissance allemande au T3 et par ricochet celle de la zone dans son ensemble. Un rebond des commandes industrielles demeure possible mais ne se répercuterait que tardivement sur la production elle-même et le PIB.

France : léger rebond de la production industrielle en juillet

En juillet, la production augmente légèrement dans l'ensemble de l'industrie (+0,3% sur un mois, après -2,3% en juin) tout comme l'industrie manufacturière (+0,3% après -2,2% en juin). En revanche, elle diminue dans l'industrie extractive, énergie, eau (-0,1% en juillet après -3% en juin), et plus fortement dans la construction (-4,2% après +0,9% en juin).

Au cours des trois derniers mois et par rapport aux trois mois précédents, la production industrielle est en hausse de 0,4% (-0,3% dans l'industrie manufacturière). Cette hausse est portée par les industries extractives, énergie, eau (+4,3%) et les autres industries (+0,3%). A l'inverse, la production recule dans la construction (-2%), dans la fabrication de matériels de transport (-1,1%) et de biens d'équipement (-1,1%), ainsi que dans les industries agroalimentaires (-0,6%). On note également une nette baisse de la production dans la cokéfaction et le raffinage (-7,1%).

En juillet, la production industrielle recule de 0,2% sur un an (-0,3% pour la production manufacturière). Cependant, rapportée aux trois mêmes mois de 2018, la production industrielle est en hausse de 1,2% (+0,7% pour l'industrie manufacturière). Cette évolution s'explique par la forte

hausse de la production dans les industries extractives, énergie, eau (+3,7%), dans les biens d'équipement (+1,9%), la construction (+1,3%) et « autres industries » (+1,3%). En revanche, elle diminue dans la cokéfaction et le raffinage (-1,3%), les matériels de transport (-0,7%), et dans une moindre mesure dans les industries agroalimentaires (-0,6%).

France : Production industrielle

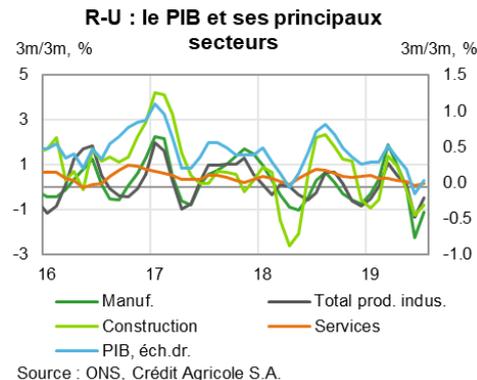


Notre opinion – La production industrielle connaît une légère augmentation en juillet, qui laisse cependant un acquis de croissance négatif pour le troisième trimestre, à -0,6% en variation trimestrielle. Pour rappel, la valeur ajoutée du secteur industriel représente environ 13% du PIB. Cependant, les enquêtes de conjoncture dans l'industrie demeurent au-dessus de leur moyenne de long terme (102 en août, moyenne à 100), la production industrielle ne devrait donc pas subir de forte contraction au troisième trimestre. Par ailleurs, l'acquis de croissance de la consommation des ménages en biens est positif pour le troisième trimestre (+0,4% en variation trimestrielle). Cela suggère donc que la croissance pourrait s'accroître au T3 pour s'établir à +0,5% en glissement trimestriel selon nos prévisions. La croissance atteindrait 1,4% en moyenne annuelle en 2019, après 1,7% en 2018.

Royaume-Uni

Royaume-Uni : une récession au troisième trimestre pourrait être évitée

Le PIB a crû de 0,3% en variation mensuelle en juillet, suggérant que l'économie britannique pourrait éviter une récession au troisième trimestre. Tous les secteurs d'activité affichent une expansion, à l'exception de l'agriculture. La production industrielle a crû de 0,1% au mois de juillet, tirée par le secteur manufacturier qui enregistre une hausse de 0,3% sur le mois tandis que les composantes volatiles telles que l'extraction minière et pétrolière, et la production d'électricité, gaz et eau, se sont contractées. Le secteur des services qui représente près de 80% de l'activité a bondi de 0,3% sur le mois après quatre mois de croissance nulle.

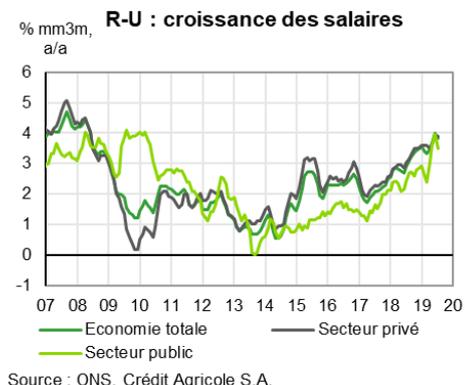


Notre opinion – Les données « dures » du mois de juillet sont en ligne avec notre prévision de croissance du PIB de 0,3% au troisième trimestre. Elles sont toutefois en décalage avec les enquêtes de confiance qui montrent une dégradation du climat des affaires et de la confiance des consommateurs. Le rebond de l'activité au début du trimestre devrait donc être temporaire. En particulier, la hausse, limitée, de la production industrielle de 0,1% en juillet s'explique en grande partie par un effet de rattrapage après la faiblesse du deuxième trimestre et, plus spécifiquement, semble tirée par deux secteurs manufacturiers à forte volatilité, la production de produits pharmaceutiques (3,8%) et celle d'armes (12,1%).

Royaume-Uni : résilience du marché du travail et accélération de la rémunération

Le taux de chômage a été stable à 3,8% sur les trois mois à fin juillet, avec une hausse de l'emploi de 31 000 et une baisse du nombre de chômeurs de 10 000 par rapport à la période de février à avril. Les créations d'emploi ont eu lieu en très grande majorité dans le secteur public (29 000), en particulier dans le secteur de la santé (9 000) et l'éducation (7 000). Toutefois, sur un an, le secteur public et le secteur privé affichent une croissance de l'emploi comparable, à 1,2% et 1,1% respectivement. La croissance de la rémunération hebdomadaire s'est accélérée pour le quatrième mois consécutif, atteignant 4% dans l'ensemble de l'économie (4,1% dans le secteur privé). Cela s'explique par une forte hausse des bonus (7,7% en moyenne sur les trois

mois à fin juillet), la croissance des salaires se repliant légèrement à 3,8%.



Notre opinion – Le taux de chômage est au plus bas depuis 1974, et en-deçà de son taux naturel estimé à 4,25% par la Banque centrale d'Angleterre. La croissance des salaires est sur une trajectoire haussière depuis plus de deux ans et de retour à ses rythmes d'avant-crise. Le marché du travail est toujours au plein emploi, et les mesures élargies de capacités non-utilisées en témoignent, mais semble s'éloigner à petits pas de la surchauffe. Après une hausse quasi interrompue depuis 2012, le nombre de postes vacants baisse depuis le début de l'année depuis des niveaux record. La croissance de l'emploi s'est nettement modérée par rapport à fin 2018/début 2019 (133 000 en moyenne au quatrième trimestre 2018 et au premier trimestre 2019), tout en restant proche de sa moyenne de la période post-référendum. Sans être alarmistes, les indicateurs avancés suggèrent un « soft landing » du marché du travail à court terme. Les anticipations d'emploi pointent vers une baisse de l'emploi dans l'industrie, tandis que dans les services elles suggèrent une croissance très légèrement positive.

Europe centrale et orientale, Asie centrale

Turquie : chantage aux réfugiés

Le président turc demande aux États-Unis d'ouvrir une zone de sécurité en Syrie, dans laquelle il pourrait envoyer un million de réfugiés, sur les 3,6 millions actuellement présents en Turquie.

Si ce n'est pas le cas, aurait déclaré Erdogan, la Turquie pourrait ouvrir grand la porte vers l'Europe. En soulignant que les 6,7 Mds USD versés par cette dernière depuis 2015 – correspondant à l'accord passé alors avec Ankara pour gérer la crise des réfugiés – n'étaient pas suffisant pour gérer cette population.

✓ Notre opinion – *La triangulaire que le président turc est en train de créer ne va pas être facile à résoudre. En effet, la question de l'immigration est cruciale politiquement pour l'Europe, et, dans une période où elle essaie de se réorganiser institutionnellement, une nouvelle crise des réfugiés est absolument à éviter. Quant aux États-Unis, la relation a été très tendue avec la Turquie depuis plusieurs années, et la création d'une telle zone ne se ferait sans doute pas sans concessions militaires importantes.*

Turquie : un léger mieux sur la croissance

Le profil de la croissance turque est en train de s'améliorer légèrement et cela devrait limiter l'ajustement sur l'année. L'activité est soutenue par une reprise du crédit depuis la fin du premier trimestre et par la consommation publique. Les comptes extérieurs profitent aussi de la contraction des importations, tandis que les exportations accélèrent légèrement, ce qui permet au déficit commercial de baisser.

notamment à cause des mauvais résultats du secteur de la construction. Les chiffres de PIB montrent par contre une meilleure performance de l'agriculture et des services.

Enfin, l'inflation reste élevée, mais se contracte, après un point haut atteint en juillet à 16,6%. Elle est même au plus bas depuis 15 mois en août, à 15%, et les anticipations de hausse de prix commencent aussi à baisser.

En revanche, la contribution de l'investissement à la croissance reste très négative au second trimestre,

✓ Notre opinion – *L'économie turque surprend toujours à la hausse comme à la baisse, l'élasticité de ses structures productives étant très forte, et la consommation très réactive à la conjoncture, via le canal du crédit. L'ajustement annuel de la croissance pourrait donc être plus limité que prévu. La devise bénéficie aussi du rétablissement des équilibres externes et de la (lente) contraction de l'inflation. Cependant, la dette à court terme du secteur privé reste élevée, et constitue toujours une menace latente en cas de retournement de confiance sur les marchés. Quant à la faiblesse de l'investissement, elle interroge sur les niveaux à venir de la croissance potentielle.*

Ukraine : la feuille de route du nouveau gouvernement

Bien que les élections législatives aient été organisées de façon anticipée par le président Zelensky suite à sa victoire aux présidentielles, le parti du président « serviteur du peuple » en est sorti largement vainqueur avec 253 sièges sur 424, et c'est une nouvelle situation politique pour un pays traditionnellement marqué par l'éclatement du paysage politique. Fort de cette majorité absolue, le nouveau gouvernement dirigé par le Premier ministre Oleksii Gontcharouk, nommé le 29 août, a présenté sa feuille de route.

ont également été nommés à la tête de la plupart des portefeuilles ministériels. Seuls deux survivants du précédent gouvernement (ministre de l'Économie et celui de l'Intérieur) assureront encore leurs fonctions.

L'équipe tout d'abord. Concrètement, le jeune Premier ministre, ancien avocat de 35 ans et membre depuis trois mois du cabinet présidentiel, a peu de marge de manoeuvre personnelle car il est complètement inconnu de la sphère politique et sans base électorale propre. D'autres novices en politique

Les sujets de travail ensuite. Les travaux du parlement ont débuté avec un signal politique fort par le vote à la grande majorité de la suppression de l'immunité pour tous les députés. C'est une vraie première en Ukraine. Une loi pourtant déjà promise à plusieurs reprises par les précédents gouvernements et reprise comme engagement électoral par V. Zelensky pour lutter contre la corruption installée au cœur du pouvoir.

Au menu pour les prochains mois, il y aura beaucoup d'autres anciens serpents de mer, dont la réforme

agraire jugée prioritaire par le président. L'objectif est d'ouvrir le marché de vente des terres agricoles aux étrangers sous réserve d'enregistrement d'une personne morale qui s'acquitte des impôts en Ukraine. On touche là au cœur du système économique ukrainien (l'agriculture) et à l'un des symboles forts d'une transition économique qui n'était en fait pas achevée (les privatisations).

Le gouvernement souhaite également mieux répertorier les entreprises publiques en vue d'un nouveau programme de privatisations. La légalisation des casinos et de l'exploitation de l'ambre sont également à l'ordre du jour. Enfin, le gouvernement souhaite se doter d'un nouveau code du travail d'ici la fin de l'année. Et il est prévu d'élargir les droits des Ukrainiens à l'étranger pour faciliter des retours au pays.

☑ Notre opinion – *La liste est longue et la volonté des jeunes équipes encore intacte. Reste à voir si les inerties politiques et économiques permettront la transformation du pays telle que promise, ou bien on assistera à un détournement des réformes. Mais de façon très encourageante, le nouveau Premier ministre semble très conscient de l'urgence qu'il y a à dynamiser la croissance du PIB, afin de faire sortir de la pauvreté dix millions de personnes. Des réformes à la fois économiques mais aussi institutionnelles sont effectivement nécessaires pour accroître le potentiel de croissance, et attirer plus d'investisseurs étrangers dans le pays. Et ces réformes vont bien sûr aussi conditionner les négociations avec le FMI..*

Asie

Inde : la croissance en berne

Les chiffres sont décevants. La croissance du PIB est au plus bas depuis six ans à 5,5% en juin dernier. Et la plupart des indicateurs pointent à la fois une consommation qui se contracte, et un investissement qui reste atone, autant sur l'investissement privé que public. Or l'essentiel de la croissance indienne est lié à la consommation, qui compte pour 57% du PIB.

Quant aux indicateurs à court terme, ils n'offrent pas non plus une image rassurante, bien qu'ils soient un peu plus contradictoires : la forte chute des ventes domestiques automobiles a de quoi inquiéter (car c'est un bon « proxy » de la consommation et un indicateur assez fort de la confiance des consommateurs dans ce pays). Les chiffres ne sont pas bons non plus pour la production de charbon mais ils pointent une légère reprise pour le ciment ou l'acier.

Ces performances sont décevantes, et ce n'est pas sans impact, parce que le marché s'attendait plutôt à une reprise, tirée notamment par l'investissement. En effet, les taux d'utilisation des capacités sont assez bas, et le secteur bancaire, un peu assaini, semblait capable d'accompagner un cycle d'investissement. Cela aurait par ailleurs fait suite à un résultat d'élections plutôt ressenti comme *market friendly* (Modi plaît aux marchés). Et cela aurait marqué la fin d'une période de croissance ralentie, heurtée notamment par le choc de la réforme monétaire et de la crise de liquidité qui a suivi. D'ailleurs, les niveaux de liquidité de l'économie indienne remontent depuis le mois de mai dernier et cela militait aussi pour une reprise de l'activité. De même que les baisses de taux mises en œuvre depuis janvier.

Oui, mais...

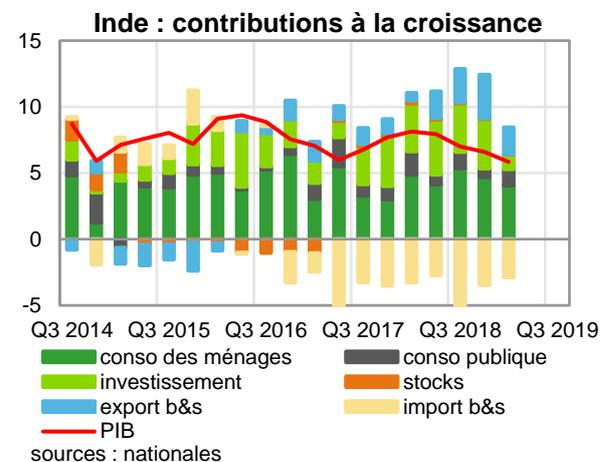
La politique monétaire n'est pas très efficace dans ce pays : les baisses des taux ne se traduisent pas dans les conditions de crédit, ce qui pèse sur la

consommation. Ensuite, l'absence de demande contraint à son tour l'investissement.

De plus, l'épargne baisse depuis 2010, et, à 16%, est devenue beaucoup trop faible, pour tenir un cycle d'investissement. Quant à la politique fiscale, l'existence d'un déficit structurel ne permet pas à l'État de compenser la faible efficacité de la politique monétaire. Le cycle indien se déploie donc avec très peu d'intervention de la politique économique pour l'atténuer...

Enfin, il est probable que les évolutions géopolitiques actuelles jouent également négativement sur le moral des investisseurs, notamment étrangers. Ainsi, la décision du 5 août, qui révoque l'autonomie institutionnelle accordée en 1947, à la région sous contrôle indien du Cachemire a conduit à de nouvelles tensions avec le Pakistan. L'escalade verbale est malheureusement en cours, et le ministre de la Défense indien a menacé de remettre en cause la doctrine de non-recours à la première frappe.

Les présidents des deux pays seront entendus à l'ONU fin septembre mais la situation géopolitique globale ajoute à la tension.



 **Notre opinion** – *Le ralentissement de la croissance indienne est en train de devenir un vrai casse-tête pour le gouvernement indien et présente un gros risque social et politique à moyen terme.*

Amérique latine

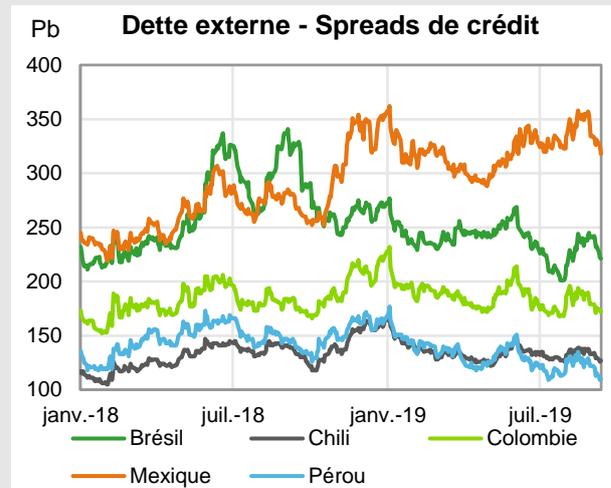
Mexique : le « trilemme » budgétaire

Le gouvernement a présenté son projet de budget 2020. Il repose sur les hypothèses suivantes : croissance 2%, inflation 3%, production de pétrole à un peu moins de 2 Millions b/j (soit une hausse de près de 20% par rapport au niveau du 1^{er} semestre 2019), prix du pétrole (*Mexican basket*) 55USD/b, taux d'intérêt à 7,10% (CETES 28 jours ; 7,80% au 09/09/2019), cours du dollar à 20 pesos (19,4 au 09/09/2019). Il se déploie autour de trois axes majeurs : maintien de l'orthodoxie budgétaire, soutien au secteur énergétique, priorité donnée à la sécurité publique. Les recettes et les dépenses

restent quasiment constantes en % du PIB (21% dont seulement 3,8% tirés du secteur pétrolier et 23,1% dont 2,8% d'intérêts) : le budget réoriente les dépenses discrétionnaires en opérant des coupes dans les budgets des ministères non prioritaires (Agriculture, Communications et Transports, Travail, Tourisme) au bénéfice du secteur de l'Énergie. Le projet de budget fait apparaître un excédent primaire modeste et un besoin de financement encore contenu (respectivement, 0,7% et 2,7% du PIB après 1% et 2,5% dans le budget 2019).

☑ Notre opinion – *La conjoncture est déprimée et ni la politique monétaire ni la politique budgétaire, toutes deux prudentes par nature, ne la doperont. Le projet de budget 2020 est élaboré sur la base d'hypothèses très optimistes et sous de très fortes contraintes. Compte tenu de la volonté de ne pas laisser « dériver » les comptes publics (mis à mal par la crise de 2008 et le déclin des recettes pétrolières) et, en l'absence de revenus suffisants, moins cycliques et plus diversifiés, le pouvoir de stimulation conjoncturelle (et d'élévation du potentiel de croissance) reste très limité. La marge de manœuvre est d'autant plus étroite que le président AMLO est revenu sur la réforme énergétique (arrêt des appels d'offres pour l'exploration de nouveaux champs pétroliers, renégociation des contrats) et qu'il lui incombe (encore plus qu'auparavant) d'assurer la survie de PEMEX. Le gouvernement a ainsi annoncé un plan de soutien financier (recapitalisation et baisse de la charge fiscale représentant au total près de 1,5% du PIB sur trois ans) visant à redresser la production de pétrole à partir de 2020 (après 15 ans de baisse ininterrompue). Depuis le début de l'année, il a en outre annoncé une série de mesures d'aides financières ponctuelles (aide directe, baisses d'impôts, refinancement d'échéances courtes et longues, etc.) qui offrent à chaque fois un répit in fine coûteux.*

Le projet de budget illustre le dilemme (« trilemme ») budgétaire où la difficulté à faire cohabiter ambitions sociales et énergétiques avec austérité. Il n'est pas satisfaisant non en ce qu'il met les finances publiques en péril mais en ce qu'il montre qu'il est impossible de poursuivre simultanément des objectifs concurrents sous contrainte d'équilibre budgétaire primaire. Le gouvernement devrait continuer de se montrer très sensible à la perception de son risque par les marchés (il a déjà été sanctionné depuis le printemps par un écartement des spreads de crédit).



Afrique du Nord, Moyen-Orient

Egypte : l'économie poursuit son redressement en 2019

Les orientations macro-économiques de l'Égypte sont globalement favorables et favorisent la poursuite du redressement.

En termes d'activité tout d'abord : la croissance du PIB à plus de 5% par an est bien ancrée à moyen terme. C'est une performance très enviable dans l'environnement des pays émergents et notamment au Moyen-Orient où les perspectives sont beaucoup plus médiocres. Après une bonne année 2018 à 5,3%, le PIB devrait encore croître de 5,5% en 2019. Alors que la croissance est généralement trop tirée par la consommation des ménages (ce qui a des effets négatifs sur la balance des biens, fortement déficitaire), il semble que celle-ci évolue désormais vers plus d'exportations et d'investissement. Cette réorientation des composantes de la croissance est en partie due au regain de production de gaz et au redressement du tourisme qui a progressé de 20% selon le ministère du Tourisme (un demi-million de Chinois ont visité l'Égypte l'année dernière sur un total de onze millions de visiteurs).

Cette évolution a eu des effets favorables sur la balance des paiements : le déficit du solde courant s'est contracté à 2,2% du PIB en 2018 et la tendance à l'amélioration devrait se poursuivre dans les prochaines années. Une croissance plus équilibrée est essentielle voire primordiale compte tenu des lourds remboursements de dette externe qui se profilent pour les prochaines années.

Deux autres bonnes nouvelles méritent d'être soulignées et elles sont en partie liées : la désinflation et le redressement de l'épargne domestique.

L'inflation a chuté à 7,5% en août dernier (a/a), le plus bas niveau mensuel depuis quatre ans, ramenant l'inflation moyenne à 11,8% depuis le début de l'année. Cette désinflation est très visible sur les produits alimentaires dont les prix ne progressent plus que de 6,9% en août dernier. La banque

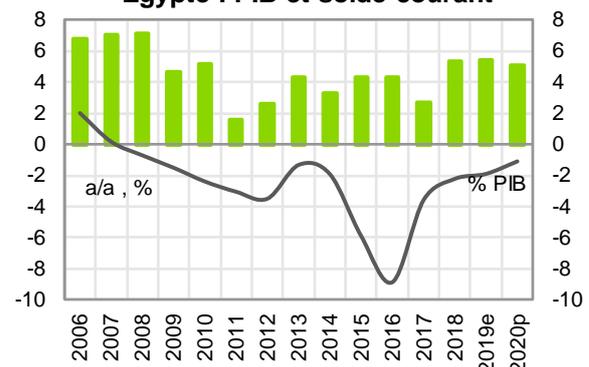
centrale a de son côté réaffirmé ses objectifs de ciblage d'inflation.

Probable corollaire de cette baisse de l'inflation, le redressement de l'épargne domestique est assez vigoureux selon la Banque mondiale. Elle s'établirait à 6,2% du PIB en 2017-2018 après une chute à 1,8% en 2016-2017 et devrait continuer à progresser compte tenu de la baisse des pressions inflationnistes.

Enfin, la politique monétaire est également rendue plus lisible depuis cet été avec la simplification du régime de change. L'abandon définitif du double système de taux de change (de marché et douanier), pour ne plus retenir que les règles de marché (une mesure déjà assouplie pour les denrées non essentielles fin 2018), va permettre de simplifier les procédures de commerce international.

En ce qui concerne les finances publiques, les améliorations sont plus lentes mais la contraction du ratio de dette publique sur PIB se poursuit : de 97% fin 2018, on devrait passer à moins de 90% fin 2019.

Egypte : PIB et solde courant



Sources : Banque centrale, EIU, Crédit Agricole S.A.

Notre opinion – Les réformes structurelles se poursuivent mais des obstacles représentent toujours des freins à un développement plus harmonieux : l'environnement des affaires s'améliore mais reste encore en net retrait par rapport à la moyenne régionale et les défis en terme d'éducation et de santé sont toujours aussi lourds.

Oman : les améliorations économiques tardent à venir

Pour le sultanat voisin de l'Iran, l'année 2019 devrait à nouveau être médiocre en termes de d'indicateurs macroéconomiques. En premier lieu, la prévision de croissance du PIB situe le pays à la plus faible performance régionale puisque celle-ci ne devrait pas dépasser 1%. Le FMI ayant même baissé sa prévision à 0,3% en 2019.

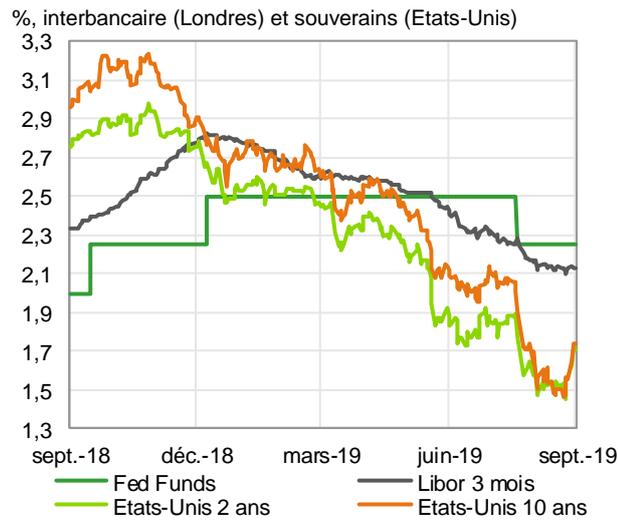
Oman a emprunté 3 Mds USD sur les marchés internationaux en juillet 2019. Les marchés sont donc toujours accessibles malgré une dette publique

désormais à plus de 54% du PIB mais dont le coût d'emprunt ne cesse d'augmenter.

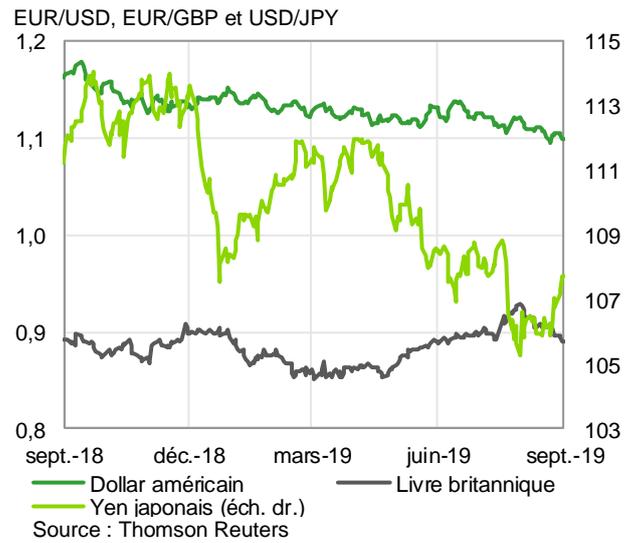
Sur le plan des réformes fiscales, l'introduction de la TVA a été repoussée une nouvelle fois à 2021, visiblement plus pour des raisons sociales qu'à cause d'une croissance du PIB modeste. C'est à nouveau un mauvais signal envoyé aux investisseurs et aux marchés, illustrant une faible volonté de réformes et de consolidation des finances publiques.

Tendances à suivre

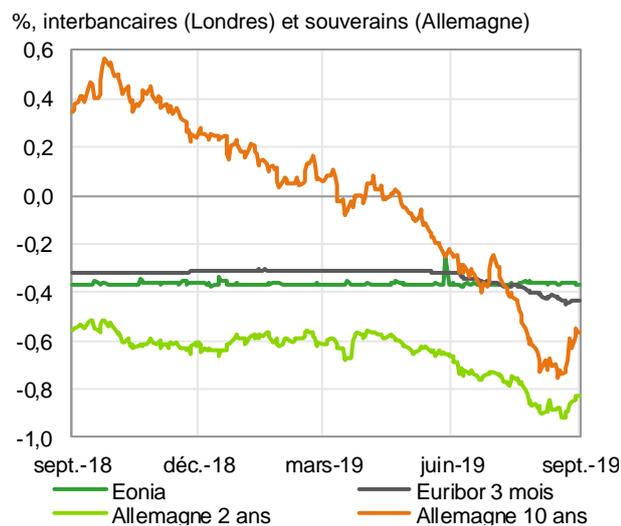
Taux d'intérêt en dollar américain



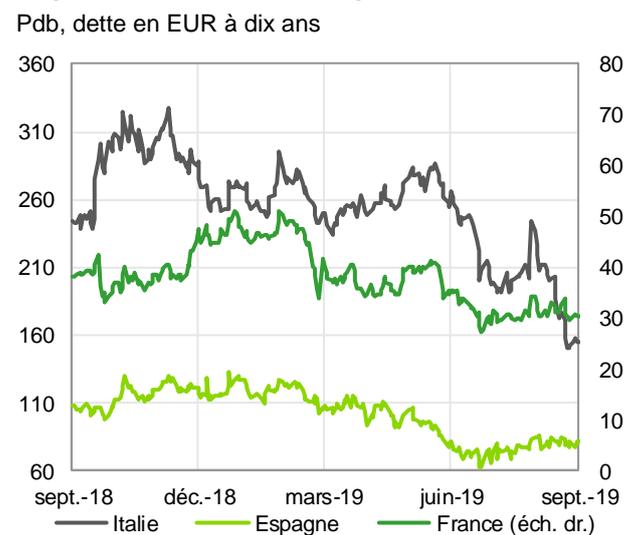
Taux de change des principales devises



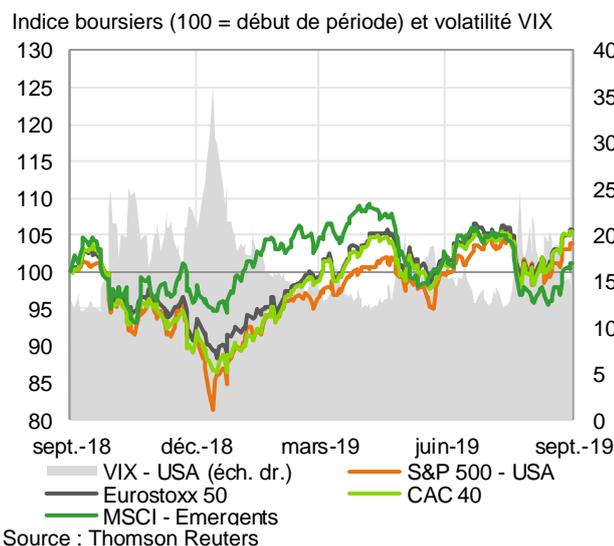
Taux d'intérêt en euro



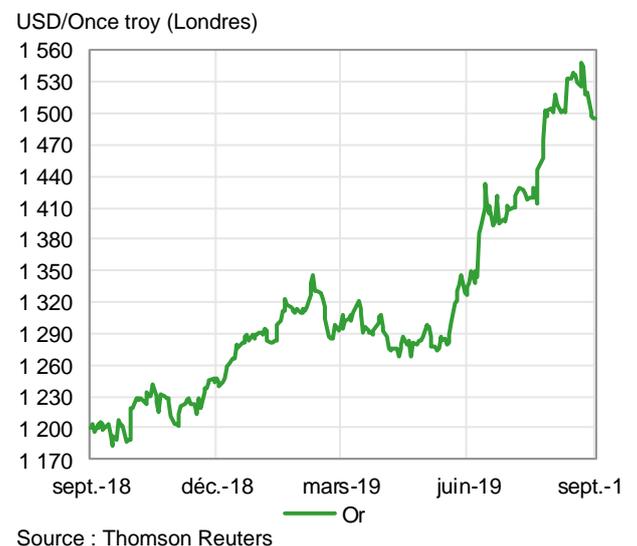
Spreads souverains européens avec le Bund



Marché actions

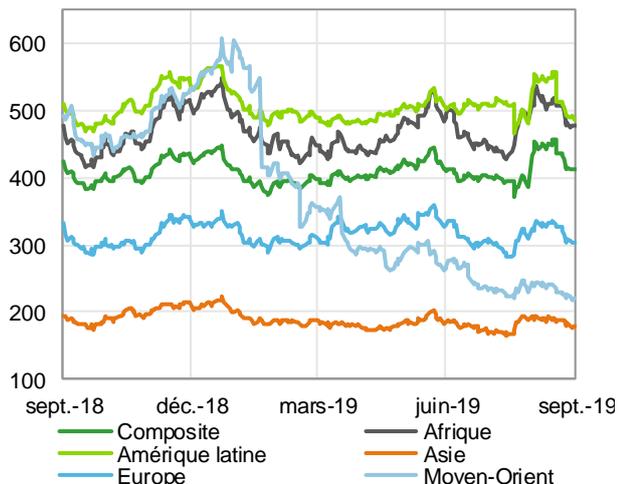


Cours de l'once d'or



Spreads souverains émergents avec le T-Bond

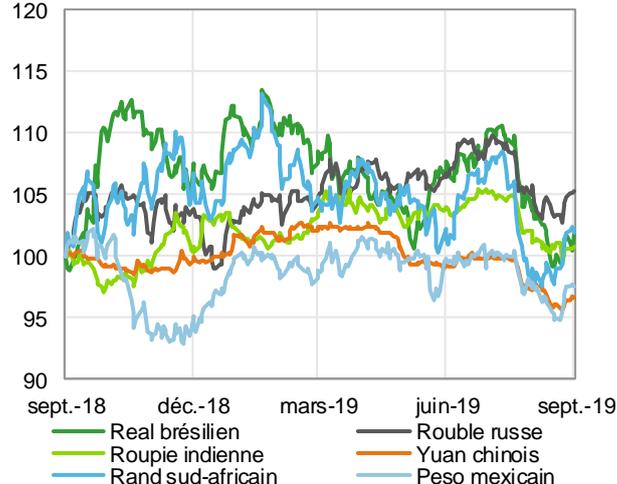
Indices EMBI+ (pdb, dette en USD de plus d'un an)



Source : JP Morgan

Devises émergentes

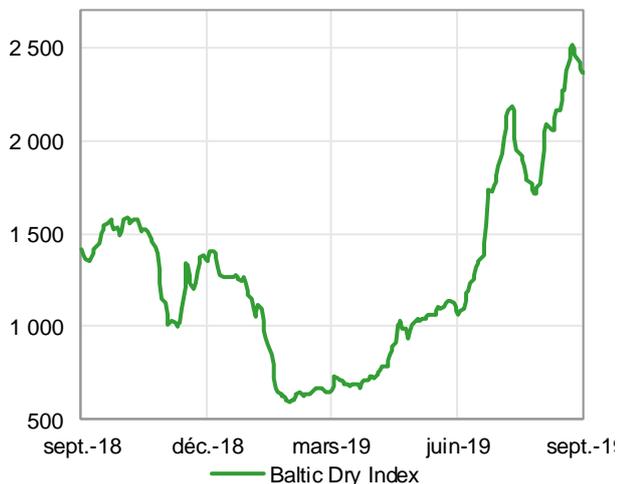
/USD (indice 100 = début de période)



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

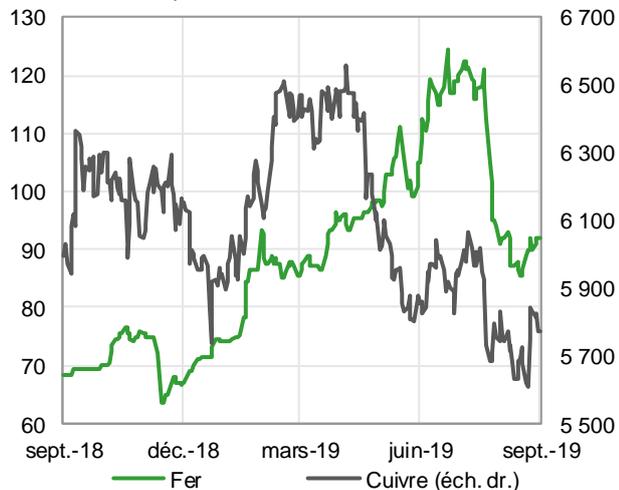
Brent (mer du Nord) et WTI (golfe du Mexique)



Source : Thomson Reuters

Cours des métaux

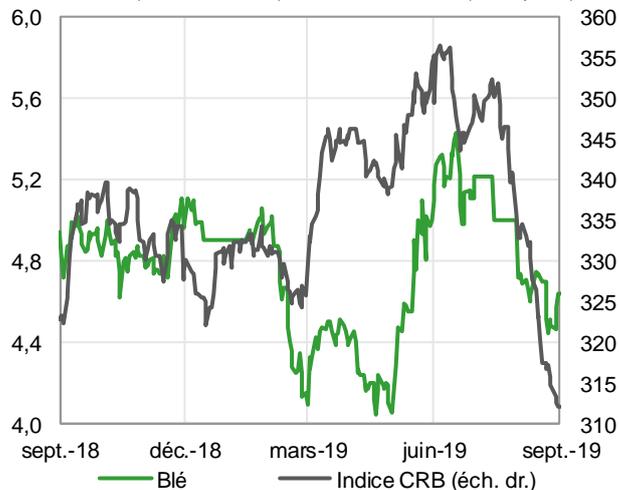
USD/tonne métrique



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 :



Monde – Scénario macro-économique 2019-2020 – 3 juillet 2019

Inventer une nouvelle sagesse pour une nouvelle époque

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, 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 : Cécile JIN

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 : <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.