Perspectives

Hebdomadaire – N°19/155 – 20 septembre 2019

MONDE – L'actualité de la semaine

☞ La ronde des banquiers centraux ne séduit plus !

Après les mesures d'assouplissement monétaire dévoilées par la BCE la semaine dernière, les marchés financiers attendaient beaucoup des annonces de la Réserve fédérale américaine. Ils ont été en partie satisfaits par cette deuxième baisse consécutive d'un quart de point de son taux *fed funds*. Toutefois, les nouvelles projections de taux (d'ici à 2020) ont révélé des divergences d'opinion contrastées entre les membres de la *Fed*. Sept d'entre eux se sont prononcés en faveur d'une nouvelle baisse de taux d'ici la fin de l'année, cinq espèrent un niveau inchangé et cinq autres anticipent une hausse. Une division qui a diffusé le sentiment d'une moindre lisibilité de la politique monétaire américaine. Au Japon, la *BoJ* a décidé de maintenir sa politique monétaire en l'état (taux directeur à -0,1% et rachats d'actifs au même rythme que précédemment), tout en laissant entendre que des mesures pourraient intervenir en octobre. Du côté de la *Bank of England*, pas de changement de cap non plus, mais un message d'avertissement sur l'impact qu'aurait une sortie de l'Union européenne sans accord : ralentissement de la croissance et hausse des prix en vue. Cette frilosité des grands banquiers centraux en dit long sur leurs craintes d'un ralentissement mondial plus sévère et de leurs marges de manœuvre (de plus en plus réduites) pour soutenir davantage la croissance de leurs économies.

Sur le marché obligataire américain, le rendement des bons du Trésor à 2 ans a chuté de 6 points de base tandis que celui des bons à 10 ans a baissé plus fortement (12 points de base) se traduisant par un aplatissement de la courbe qui menace de s'inverser. En Europe, les Bunds à 2 ans et à 10 ans se sont repliés dans le sillage du marché américain. Sur le marché des changes, l'euro s'est déprécié face au dollar et à la livre sterling sur fond de prévisions plus pessimistes et d'une inflation stagnante en zone euro. Sur les marchés actions, les investisseurs ont globalement été déçus des différentes annonces de politique monétaire dont ils attendaient bien davantage. Cela s'est traduit par une faible performance des grands indices boursiers, SPX, SX5E ou MSCI sur la semaine. Du côté des matières premières, le prix du baril de pétrole a bondi de 5$ suite aux attaques de drones visant la production saoudienne et la montée des tensions générées par cette affaire. Dans ce contexte de taux bas et de marchés actions déprimés, l'or s'est de nouveau affirmé comme valeur refuge cette semaine.

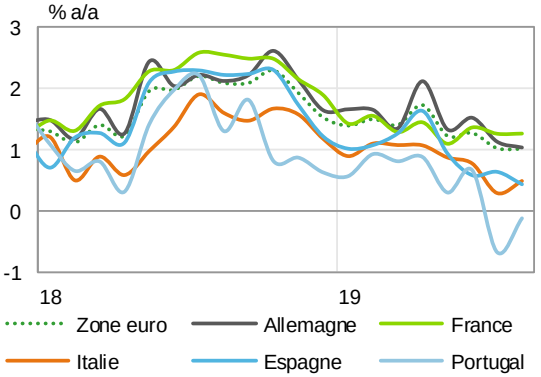
☞ *La ronde des banquiers centraux ne séduit plus !..... 1*
☞ *Zone euro : la faiblesse de l'inflation s'étend à davantage de pays..... 2*
☞ *Zone euro : pas d'amélioration dans les ventes de véhicules neufs en août..... 2*
☞ *Italie : nouvelle inflexion des commandes industrielles3*
☞ *Italie : le pari de Renzi, un gage de stabilité ?..... 3*
☞ *Les Pays-Bas s'essayent à la relance 4*
☞ *Royaume-Uni : l'inflation recule fortement en août.... 5*
☞ *Royaume-Uni : la politique monétaire prisonnière du Brexit..... 5*
☞ *Pologne : un sérieux coup de pouce aux revenus modestes 6*
☞ *Slovénie : les améliorations font l'unanimité 6*
☞ *Inde : attention à l'Œil de Sauron..... 7*
☞ *Arabie saoudite : l'attaque contre les installations pétrolières a un impact économique limité mais fragilise l'image du pays et de ses dirigeants..... 8*
☞ *Tunisie : une jeune démocratie à l'heure des candidats présidents anti-système..... 8*
☞ *Côte d'Ivoire : tractations politiques à un an de la présidentielle de 2020 ..... 9*
☞ *Afrique du Sud : la NDB fournit une aide d'environ 500 millions de dollars pour l'amélioration du réseau routier 9*

Zone euro

☞ Zone euro : la faiblesse de l'inflation s'étend à davantage de pays

La variation de l'indice harmonisé des prix à la consommation est restée stable à 1%, en rythme annuel en zone euro, au mois d'août. L'inflation sous-jacente (hors énergie et alimentation) a légèrement augmenté à 1% après 0,9% le mois précédent. La décomposition par agrégats signale une moindre contribution du prix des biens industriels (0,3 point) qui est compensée par une meilleure contribution du prix des services (0,8 point) et de l'alimentation (-0,2 pt). En revanche, l'évolution du prix de l'énergie (0,1 point) pèse davantage sur la croissance de l'indice global, mais n'a pas intégré les dernières tensions sur le prix du pétrole. L'analyse par pays fournit une vision globalement dégradée au mois d'août. L'inflation en Allemagne baisse à 1% sur un an, son plus bas niveau depuis novembre 2016. En France, elle stagne à 1,3% tandis qu'elle accélère à 3,1% aux Pays-Bas (après 2,6% le mois précédent). Dans les pays du Sud, le rythme d'inflation annuel reste préoccupant. En Italie et en Espagne, l'inflation ne dépasse pas 0,5% et cela fait cinq mois qu'elle demeure sous les 1%. En Grèce, l'inflation atteint 0,1% en août, son plus faible niveau depuis 3 ans. Au Portugal, les prix sont même en recul depuis maintenant deux mois.

UEM : Inflation



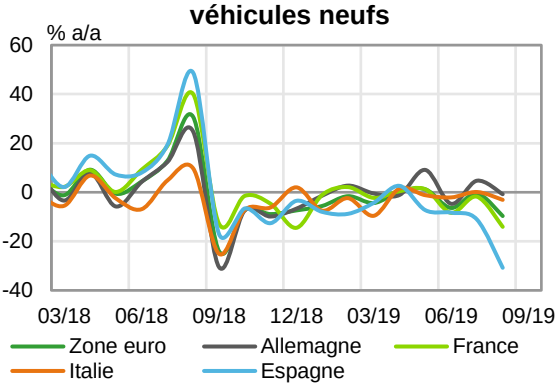
Sources : Eurostat, Crédit Agricole S.A.

☑ **Notre opinion –** *Le taux d'inflation en zone euro reste particulièrement bas, pénalisé par une faible activité au T3. La Banque centrale européenne a révisé ses prévisions d'inflation à 1,2% et 1%, en 2019 et 2020, soit -0,1 point et -0,4 point comparativement à juin dernier. L'Enquête BCE auprès des professionnels (SPF) a également entériné une baisse des anticipations de prix aujourd'hui situées à 1,3% en 2019 et 1,4% en 2020.A noter que l'inflation n'est attendue à 1,7% qu'en 2024. L'écart entre les prix facturés en sortie et les prix des entrants s'est réduit ces trois derniers mois, ce qui suggère une détérioration du pouvoir de fixation des prix par les entreprises.*

☞ Zone euro : pas d'amélioration dans les ventes de véhicules neufs en août

Les immatriculations de véhicules neufs ont chuté de 9,7% en rythme annuel en zone euro au mois d'août. Toutefois, ce recul abrupt provient principalement d'un effet de base sur le mois d'août 2018 qui résulte d'un niveau élevé d'immatriculations juste avant le passage aux nouvelles normes européennes anti-pollution (WLTP) intervenu en septembre 2018. Depuis cette date, la demande en automobiles est restée particulièrement faible et peine à se relever. Ainsi, en glissement annuel, c'est l'Espagne qui affiche le plus fort recul de ses immatriculations avec -30,8%, ainsi que la France à -14%. En Allemagne et en Italie, le recul reste modeste avec respectivement -0,8% et -3,1%. L'évolution sur un mois affiche une situation toutefois moins alarmiste avec une progression des nouveaux véhicules immatriculés en zone euro de +0,3% sur le mois d'août, de +2,1% en Allemagne et de +2,6% en Italie. En revanche, l'Espagne et l'Italie enregistrent encore une baisse avec respectivement -8,1% et -3,6% sur le mois.

UEM : immatriculations de véhicules neufs

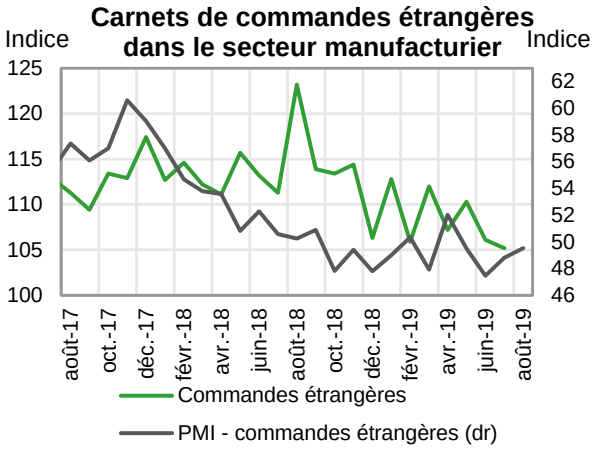


Sources : ACEA, Crédit Agricole S.A.

☑ **Notre opinion –** *Les ventes de véhicules neufs demeurent orientées à la baisse et ternissent les perspectives de croissance des grands constructeurs européens. Si la demande semble très récemment remonter en Allemagne et en Italie, il est encore trop tôt pour envisager une nette amélioration du secteur automobile européen qui demeure dans le rouge encore au troisième trimestre. La mise en application des nouvelles normes d'homologation pour les véhicules de société en septembre 2019 risque de conduire à une réduction des flottes afin d'éviter tout dérapage fiscal lié à un malus écologique.*

☞ Italie : nouvelle inflexion des commandes industrielles

L'indice des nouvelles commandes à l'industrie italienne a reculé une nouvelle fois en juillet. ISTAT indique un repli de -2,9% par rapport à juin (les enquêtes de Confindustria sont plus optimistes, -0,3%) et de -1% sur un an. Les commandes en provenance du marché domestique ont subi la plus forte baisse (-4,2% par rapport à juin, +0,3% sur un an) tandis que les commandes étrangères se sont repliées de -0,8% (-2,9% sur un an).
Les secteurs qui ont vu leurs commandes reculer le plus sur les douze derniers mois sont le secteur des moyens de transport (-12%), l'industrie pharmaceutique (-10%) et celui des machines et équipements (-3%). En revanche, les équipements électriques (9%), le textile (6,8%) et l'électronique (5%) affichent les progressions les plus importantes en termes de commandes.



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

☑ **Notre opinion –** *Les perspectives du secteur industriel italien s'obscurcissent. La dégradation de la confiance des entreprises pèse sur les décisions d'investissement, ce qui impacte les commandes industrielles domestiques. Sur le front externe, le ralentissement du commerce international déprime la demande étrangère, moteur traditionnelle de la croissance italienne. Les enquêtes PMI et celles de la Commission européenne fournissent des signaux divergents au mois d'août : pour les premières, la confiance des entreprises manufacturières se serait améliorée (l'indice s'améliore depuis trois mois mais signale toujours un recul de l'activité), Pour les deuxièmes, la confiance aurait reculé. Les deux enquêtes indiquent une amélioration des perspectives de demande étrangère. En juillet, l'acquis de croissance de la production industrielle en 2019 s'affiche à -2,8%. À l'heure actuelle, nous n'avons pas d'éléments qui nous permettent de prévoir un rebond significatif des commandes industrielles.*

☞ Italie : le pari de Renzi, un gage de stabilité ?

Il l'avait pensé. Il l'a fait. Suffisamment tard pour ne pas influer sur la formation du gouvernement. Suffisamment tôt pour peser sur le processus budgétaire. Matteo Renzi a quitté le Parti démocrate, dont il avait été le Premier ministre et leader pour fonder un nouveau parti *Italia Viva*. Avec 12 sénateurs (+1 en provenance du parti de Berlusconi *Forza Italia*), le parti de M. Renzi est décisif au sénat où le gouvernement a obtenu 169 votes de confiance avec une faible marge sur la majorité de 161 votes. A la Chambre des députés, le gouvernement Conte bénéficie d'une plus large majorité de 343 votes (316 nécessaires à la majorité), mais avec les 25 députés de *Italia Viva,* M. Renzi peut aussi compter sur des votes controversés où le Parti démocrate et le M5S fatigueraient à maintenir une discipline de vote.

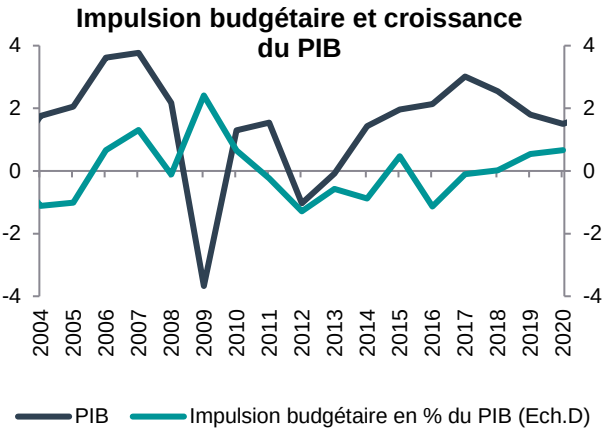
☑ **Notre opinion –** *Pour l'instant M. Renzi semble vouloir soutenir le gouvernement et nous pensons que cela est dans son intérêt puisqu'il ne pourrait compter que sur 5% des intentions de vote (dans le seul sondage disponible depuis la scission). Son objectif est double. En premier lieu, M. Renzi souhaite proposer une force centriste à la Macron capable d'attirer l'électorat du centre et de la droite modérée, qui s'accommode mal d'être dilué dans une coalition avec la Ligue et Fratelli d'Italia. En élargissant la base de soutien au gouvernement et en poussant celui-ci vers des positions plus modérées, il peut être considéré comme un élément de stabilité. Avec ses quatre sénateurs dans la Commission des finances (présidée par la Ligue), il peut et entend peser notamment sur l'orientation de la prochaine Loi de finances. Son deuxième objectif est de préserver les réformes structurelles mises en œuvre sous son mandat de Premier ministre augmentant ainsi le pouvoir de négociation de la gauche modérée face aux quatorze députés de la gauche plus radicale de LEU (14 députés et 4 sénateurs) et du M5S. Un troisième objectif est moins ouvertement déclaré, mais c'est tout aussi important. Si le gouvernement avance avec la proposition du M5S de réformer le Parlement en réduisant le nombre de ses membres, cela ne pourra pas se faire sans revenir sur un système électoral plus proportionnel qui profiterait à Renzi, Berlusconi et au M5S. Influer sur cette décision est le vrai nerf de la guerre. Néanmoins cette situation pourrait aboutir à moins de stabilité si le M5S se sentait trop menacé par cette situation et craignait la marginalisation. Il sera donc question de dosage dans la pression que M. Renzi devra mettre sur le M5S. Si elle devenait trop forte, le M5S pourrait être tenté par un retour à l'opposition. Ou alors il pourrait opter pour une scission créant à l'extérieur un groupe décisif pour la survie du gouvernement et capable de compenser ainsi le pouvoir de* Italia Viva*. Finalement la recomposition du panorama politique italien est loin d'être achevée.*

☞ Les Pays-Bas s'essayent à la relance

Les appels à plus de stimulus budgétaire de Mario Draghi ne seront pas restés lettre morte. Les Pays-Bas semblent avoir été sensibles aux recommandations du banquier central ou tout du moins aux risques qui pèsent sur la croissance néerlandaise. Au regard du poids du secteur extérieur, les Pays Bas restent fortement exposés à un possible choc externe lié aux retombées négatives de la guerre commerciale entre les États-Unis et la Chine ou à une sortie du Royaume-Uni sans accord. La croissance pour 2019 a cependant été revue à la hausse par rapport au début de l'année et estimée à 1,8%. Le ralentissement de l'activité devrait se matérialiser en 2020 avec une prévision de croissance à 1,5%.

Le Budget 2020 devrait donc prendre le contre-pied de la politique budgétaire. La première mouture du budget 2020 fait état d'un effort budgétaire consolidé de 3 milliards se soldant par une réduction de l'excédent budgétaire de 1,2% en 2019 à 0,3% en 2020. Cet effort budgétaire devrait également faire basculer le solde structurel en territoire négatif à -0.4% après quatre années en excédent. Néanmoins, cette politique expansionniste ne devrait pas altérer la trajectoire de la dette qui devrait continuer de diminuer et passer sous la barre des 50 % en 2019.
La majeure partie des mesures annoncées s'articule autour de trois grands axes. Premièrement, une réduction de la charge fiscale qui pèse sur les ménages. Le gouvernement a en effet clairement affiché sa volonté d'accroître le pouvoir d'achat des ménages de 2,1% au travers d'une baisse de la fiscalité et d'une hausse des crédits d'impôt. La réduction de la charge pesant sur les ménages sera en outre contrebalancée par des mesures qui augmenteront la charge sur les entreprises. Le taux de l'impôt sur les sociétés ne devrait en effet pas être réduit en 2020, contrairement à ce qui était précédemment prévu et demeurerait à 25%. Il ne sera ramené à 21,7% qu'au 1er janvier 2021, sauf pour les plus petites entreprises qui verront leur taux d'imposition baisser dès 2019.

Un accent sera également mis sur la lutte contre l'évasion fiscale avec notamment une modification du régime permettant la déduction des pertes liées aux activités à l'étranger des bénéfices réalisés aux Pays-Bas. Ce dernier sera adapté de telle sorte que les sociétés seront moins susceptibles de pouvoir utiliser ce mécanisme pour réduire leur pression fiscale. Le rendement structurel de la mesure devrait s'élever à 265 millions d'euros.
Le deuxième axe de la politique budgétaire se concentre sur l'implémentation de la politique climat du gouvernement. Elle vise à réduire les émissions de gaz à effet de serre du royaume de 49% à l'horizon 2030. Le budget devrait favoriser la mise en œuvre de plusieurs mesures ayant pour objectif d'accélérer la transition énergétique, qui prendront principalement la forme de mesures incitatives en direction des ménages et des entreprises.
Enfin, un troisième axe visera à limiter l'impact des taux négatifs. Le gouvernement étudie en effet la création d'un fonds d'investissement dont l'action sera de bloquer les taux d'emprunt négatifs afin de financer des projets favorisant la croissance. La taille du fonds n'a pas été dévoilée mais a été évaluée à environ 50 milliards d'euros. Il ciblerait les projets de dépenses à moyen et long terme dans les infrastructures, les projets numériques et les projets respectueux du climat.



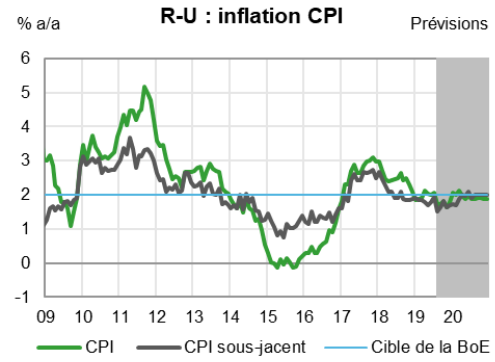
Source : CBS, Crédit Agricole S.A.

☑ **Notre opinion –** *Les autorités avaient déjà fait part de leur volonté d'accroître les dépenses publiques en 2020 afin de soutenir l'activité. Les annonces faites mardi par le gouvernement Rutte III ne sont pas une surprise mais tranchent avec l'orthodoxie budgétaire qui le caractérise. L'importance du stimulus annoncé devrait permettre de limiter l'impact du ralentissement européen sur l'économie néerlandaise sans pour autant la protéger en cas de choc. Le choix de continuer à nourrir la robustesse de la demande interne à un moment où les perspectives de croissance des exportations sont limitées paraît opportun. Il n'est cependant pas certain que cet effort soit suffisant en cas de* no deal *ou d'escalade de la guerre commerciale. Pour rappel, les exportations représentaient 87% du PIB en 2018.*

Royaume-Uni

☞ Royaume-Uni : l'inflation recule fortement en août

L'inflation CPI a reculé à 1,7% au mois d'août, depuis 2,1% en juillet. Cette chute est due à une baisse prononcée de l'inflation sous-jacente, de 1,9% à 1,5%, qui s'explique par une croissance plus faible des prix dans le secteur des loisirs et de la culture, et dans une moindre mesure des vêtements, de la restauration et de l'hôtellerie. En effet, les loisirs et la culture contribuent pour 0,2 point de pourcentage à la baisse de l'inflation CPI, la raison principale étant les prix des jeux vidéo. Malgré la hausse de la croissance des salaires, l'inflation sous-jacente reste contenue. A 1,5%, elle est au plus bas depuis janvier 2017.



Source : ONS, Crédit Agricole S.A.

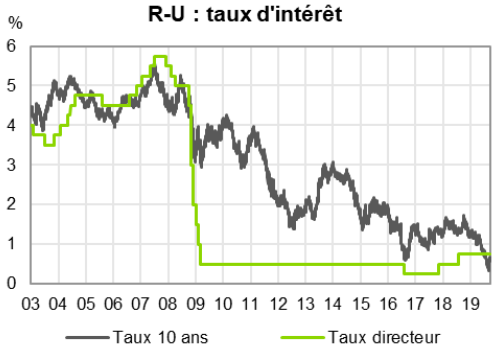
☑ **Notre opinion –** *Cette baisse de l'inflation devrait être temporaire. Nous anticipons une relative stabilisation d'ici la fin de l'année et un retour à la cible de 2% de la BoE début 2020.*

☞ Royaume-Uni : la politique monétaire prisonnière du Brexit

Le comité de politique monétaire de la Banque centrale d'Angleterre (BoE) a voté à l'unanimité le maintien du taux directeur à 0,75% et le programme d'achats d'obligations d'État à 435 Mds £ et de titres d'entreprises à 10 Mds £ à l'issue de sa réunion de septembre. La BoE anticipe un maintien de l'inflation légèrement sous sa cible de 2% à court terme, avant un rebond vers la cible en début d'année prochaine, sous l'effet des prix de l'énergie. La prévision de croissance au troisième trimestre a été révisée à 0,2% (contre 0,3% au mois d'août) en raison de nouvelles fermetures d'usines dans le secteur automobile.

Une note *dovish* dans le communiqué de la BoE consiste dans son appréciation de l'*output gap* qu'elle juge à présent légèrement négatif, résultat de l'incertitude persistante liée au Brexit et de l'environnement global de croissance affaiblie. En particulier, la BoE juge que le taux d'utilisation des capacités dans les entreprises a diminué. Certes, le marché du travail reste au plein emploi (taux de chômage inférieur à 4% et croissance des salaires en accélération), mais les enquêtes suggèrent une décélération de l'emploi.

La BoE a réitéré sa *forward guidance* en cas de *no-deal* : la réponse de la politique monétaire ne serait pas automatique et pourrait être en toute direction, en fonction des effets du Brexit sur les capacités d'offre et sur la demande. Cependant, sous l'hypothèse de « smooth Brexit » et d'une accélération de la croissance mondiale, la BoE continue d'indiquer qu'elle augmenterait les taux, de manière graduelle et limitée.



Source : Thomson Reuters, Crédit Agricole S.A.

☑ **Notre opinion –** *La BoE maintient une tonalité relativement « hawkish », en réitérant ses intentions de hausse des taux sous conditions. Cette tonalité se justifie essentiellement par un marché du travail « serré » et par l'accélération de la croissance salariale, qui, combinée à la baisse de la productivité, a fait pousser la croissance des coûts unitaires salariaux à son plus haut niveau depuis la crise de 2009. Toute hausse de taux future par la BoE est toutefois conditionnée à deux facteurs d'incertitude majeurs : le Brexit, d'un côté, et la croissance mondiale, de l'autre. Tant que l'incertitude liée à ces deux facteurs persiste et pèse sur les perspectives, ce que nous pensons être le cas dans les prochains trimestres, nous doutons qu'une hausse de taux soit appropriée. Nous maintenons notre prévision de taux directeur inchangé en 2019 et 2020.*

Europe centrale et orientale, Asie centrale

☞ Pologne : un sérieux coup de pouce aux revenus modestes

C'est le genre d'annonce qui fait du bien à tout le monde, particulièrement à la veille des élections législatives qui auront lieu en automne. Il n'est donc pas étonnant d'entendre du gouvernement des promesses de hausse du salaire minimum. Le premier pas annoncé est une hausse de 15,6% en 2020, bien au-dessus de la hausse actuelle des salaires réels polonais (autour de 7%). Mais ce n'est pas tout, puisque à l'horizon 2024, soit la durée du prochain mandat, le revenu minimum devrait croître de 78% pour atteindre 4 000 zlotys (922 euros).
Un engagement fort qui pourrait dynamiser encore davantage la consommation des ménages sans pour autant affecter sensiblement la rentabilité des entreprises, puisque le salaire minimum ne représente que 45% des salaires moyens et 53% du salaire médian.

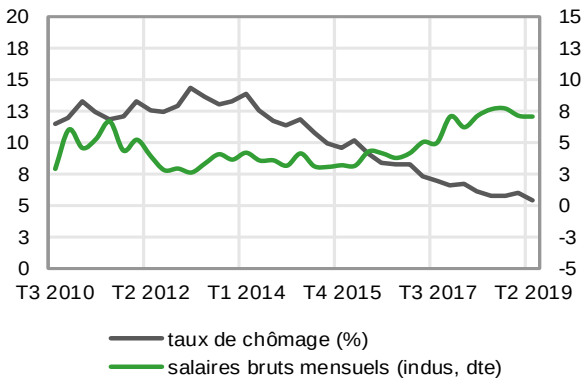
Toutefois, cette mesure arrive à un moment où le marché du travail est assez tendu en termes de pénurie de main-d'œuvre (taux de chômage autour de 4% à 5%), et donc ces hausses du salaire minimum pourraient provoquer une pression à la hausse de l'ensemble des salaires et agir ainsi sur l'inflation et la rentabilité des entreprises surtout celles qui nécessitent une forte intensité de main-d'œuvre.

Les Hongrois ont déjà mis en œuvre, il y a quelques années, ces mesures sans grandes conséquences sur la rentabilité des entreprises mais à la différence de la Pologne ils ont accompagné la hausse des salaires par un allégement des charges sociales, ce qui n'est pas du tout le cas en Pologne, bien au contraire.

Enfin, la compétitivité externe des produits fabriqués en Pologne pourrait légèrement diminuer mais devrait toujours rester un atout pour les exportations. La principale destination des exportations polonaises étant l'Union européenne et l'Allemagne particulièrement, la comparaison de la part de la main-d'œuvre dans les coûts de production reste largement favorable à la Pologne. Le coût horaire des salariés polonais représente 31% de l'équivalent en Allemagne.

En revanche, cette hausse attendue du pouvoir d'achat augmentera la demande en importations et pourrait creuser le déficit courant en fragilisant la devise.

Salaires et chômage



Sources : CSO, NBP, Eurostat, CAsa

☑ **Notre opinion –** *Même si le gouvernement se donne les moyens d'une politique très populaire sans affecter de façon significative les marges des entreprises, ceci ne pourra résoudre les problématiques de croissance potentielle de l'économie. En effet, l'insuffisance des investissements en recherche et développement peine à faire croître sensiblement la productivité du travail. Le niveau global des investissements demeure assez faible (18% du PIB) comparé aux autres pays d'Europe centrale (entre 25% et 30% du PIB) et aux seuils d'investissements des économies en développement (> à 25% du PIB).*

Mais il se peut aussi que cette hausse des salaires devienne un déclencheur d'augmentation des dépenses d'investissement privées, jusque-là considérées comme non nécessaires par les PME.

☞ Slovénie : les améliorations font l'unanimité

L'été a été sympathique pour la Slovénie puisque l'ensemble des agences de notation ont revu à la hausse leurs appréciations sur le souverain. Depuis juin, deux hausses d'un cran ont été accordées par S&P (de A+ à AA-) et Fitch (de A- à A). Moody's a quant à elle gardé sa notation Baa1 mais l'a assortie d'une perspective positive pour sa prochaine revue. En effet, la dette publique qui était le point faible de la Slovénie poursuit sa baisse (de 83% du PIB en 2013 à 63% du PIB attendu en 2019). Pour le reste des variables macroéconomiques, la situation demeure confortable avec une dynamique de croissance du PIB autour de 3,4% attendu pour 2019, des excédents courants de l'ordre de 7% et un solde budgétaire proche de l'équilibre. Le pays reste exposé au ralentissement des pays d'Europe développés mais la diversification de ses exportations tempère néanmoins ce risque. La solvabilité de la Slovénie s'est donc définitivement améliorée depuis la crise du secteur bancaire et c'est précisément ce qui a été salué par les agences.

Asie

☞ Inde : attention à l'Œil de Sauron

La semaine dernière, nous faisions le bilan des chiffres d'activité qui s'orientent assez nettement à la baisse dans ce pays, et d'une dynamique de croissance qui commence à alerter. Cela ne va d'ailleurs pas s'arranger si les prix de l'énergie sont plus élevés, car les comptes extérieurs de l'Inde peuvent en souffrir, ce qui aura pour conséquence immédiate de fragiliser le taux de change.

Mais ce n'est pas tout : la dynamique des réformes semble être au ralenti, et c'est peut-être la plus grande déception exprimée par les analystes et les marchés en ce moment, d'autant plus grande que leurs attentes l'étaient aussi au moment des dernières élections. En effet, le président Modi a acquis lors de son premier mandat une image « business friendly », et c'est donc cette dernière qui est en train de se fragiliser aujourd'hui.

Rappelons le contexte : 70% des réformes importantes entreprises pour faciliter les investissements directs étrangers avaient été mises en place dans les deux premières années du dernier mandat, de 2014 à 2019. Cela avait réellement marqué une forme de rupture dans l'image extérieure de l'Inde.

A cela, s'ajoutait la claire perception sur les marchés d'un potentiel de croissance de l'ordre de 7%, qui pouvait un jour prendre le relais d'une Chine en voie de ralentissement, avec un potentiel démographique du même genre ; l'Inde se positionnant en embuscade démographique, juste derrière le vieillissement chinois, à partir de 2030…

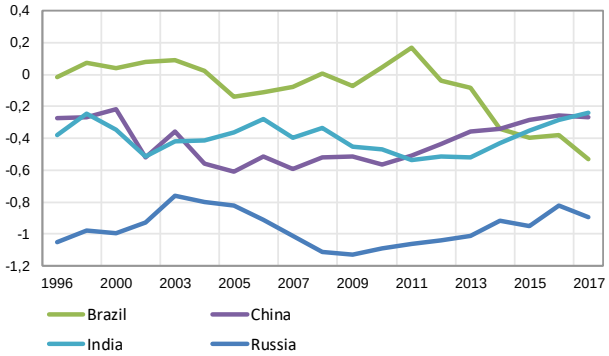
Le rêve était donc celui d'une Inde à 7% de croissance, avec une classe moyenne digitalisée en pleine expansion, et ouverte aux investisseurs étrangers. Las… Ce n'est pas ce qui se profile.

En fait, les réformes favorables aux investisseurs ralentissent depuis la fin du mandat précédent, et le petit train de mesures présentées fin septembre ne change pas ce constat. Et les investissements directs ralentissement aussi. Quant au programme de dépenses fiscales (rappelons que la marge de manœuvre de ce pays, structurellement déficitaire, est étroite), il est plutôt orienté pour soutenir l'Inde rurale. C'est d'ailleurs assez logique politiquement, car c'est là que se situe l'opposition à Modi : au sein des électeurs les plus pauvres, les plus ruraux, qui se sentent abandonnés par une politique de digitalisation accélérée au profit des classes moyennes. Ces derniers sont aussi, quoi qu'il en soit, des électeurs traditionnels du Parti du Congrès. Ce sont donc eux qu'il faut reconquérir pour le pouvoir actuel. Sans doute en considérant que les investisseurs viendront quoi qu'il en soit, attirés par l'énormité du marché de la classe moyenne indienne ?

Vrai et faux. Car le contexte actuel de réorganisation des *supply chain* en Asie, est en train de créer des opportunités qui ne se représenteront plus, et qui vont redessiner la carte industrielle de la région. Ce redéploiement des investisseurs est bien sûr lié à l'affrontement hégémonique Chine-États Unis, dont il commence à devenir clair que cela va bien au-delà de la guerre commerciale, mais il est également lié à la hausse des coûts salariaux en Chine. Et les grands gagnants qui se profilent pour l'instant ne sont pas l'Inde, mais le Vietnam, le Bangladesh, voire la Malaisie et Myanmar (ex-Birmanie).

Enfin, il ne faut pas prendre les investisseurs pour des innocents : l'Inde a effectivement remonté, et considérablement, dans le classement *Doing Business* de la Banque mondiale, passant de la 142e place en 2015 à la 77e place l'an dernier. Mais c'est surtout grâce à la construction de l'indice qu'elle a pu obtenir un tel score, en jouant sur le sous-indicateur « trading across borders », alors même que certains droits de douane ont augmenté. Quant à l'indicateur KKZ de perception de la corruption, il était également en train de s'améliorer, et il va donc être très important de surveiller son évolution dans l'année à venir....

KKZ : Control of Corruption



Sources : World Bank, Crédit Agricole S.A.

☑ **Notre opinion –** *L'amélioration institutionnelle de l'Inde était clairement en cours lors du premier mandat de Modi et cela se lisait dans les indicateurs. Les investisseurs directs étrangers en avait tiré profit et l'image du gouvernement de Modi aussi. Mais cette dynamique s'est concentrée sur les deux première années du précédent mandat et, pour l'instant, rien ne montre qu'elle peut redémarrer. Au contraire même, car le gouvernement est en train de donner la priorité aux questions sociales. Cela n'est pas sans conséquence, dans un contexte de ralentissement de la croissance et de réorganisation des chaînes de valeur régionales. L'Inde peut donc sortir peu à peu du champ d'attention, voire d'intérêt, des investisseurs. Pour qui aime Tolkien et le Seigneur des Anneaux, il saura en effet que l'Œil de Sauron peut vite bouger pour qui reste immobile.*

Afrique du Nord, Moyen-Orient

☞ Arabie saoudite : l'attaque contre les installations pétrolières a un impact économique limité mais fragilise l'image du pays et de ses dirigeants

L'attaque contre un centre de production et de stockage de pétrole va entraîner une chute provisoire de la production d'environ 50% à 5,7 millions de barils/jour pendant deux semaines selon les autorités. La chute de production combinée à une augmentation immédiate des prix du pétrole de 56 à 66 $ le baril (+20%) va générer un manque à gagner immédiat que nous estimons à environ 4 Mds USD hors coût de reconstruction des infrastructures détruites.

L'impact sera donc modeste tant sur la balance commerciale (2,5% de 151 Mds USD, estimation pour 2019) que sur les finances publiques (un manque à gagner fiscal qui pourrait se chiffrer à 1% des dépenses budgétaires et 0,4% du PIB).
Par ailleurs, les autorités ont affirmé que cet événement n'aurait pas d'impact sur le processus de privatisation d'Aramco.

☑ **Notre opinion –** *L'Iran et l'Arabie saoudite se livrent à une guerre froide depuis de nombreuses années dans leur lutte pour le leadership régional, notamment à travers les guerres par procuration auxquelles ils se livrent au Moyen-Orient. Une confrontation directe Arabie-Iran semble toujours aussi peu probable malgré cette attaque, compte tenu des risques de destruction de l'outil productif saoudien. Une remise en cause de la privatisation d'Aramco n'est sans doute pas dans l'idée des dirigeants saoudiens mais un décalage de l'introduction en bourse sera très certainement opéré.*

En revanche, l'image du pays en tant que « sanctuaire » de la production de pétrole mondiale va beaucoup souffrir de cette attaque, notamment en raison des larges dépenses opérées pour la sécurisation de l'espace aérien et qui s'est révélé inopérant. Cette attaque directe au cœur de l'appareil productif saoudien va également affecter l'image de ses dirigeants et notamment de Mohammed Ben Slaman.

Pour l'analyse politique et géopolitique de cet événement : cf. publication spécifique à paraître.

☞ Tunisie : une jeune démocratie à l'heure des candidats présidents anti-système

Deuxième scrutin présidentiel depuis la chute de Ben Ali, l'électorat, peu mobilisé, a choisi deux candidats « anti-système » comme présidents potentiels. C'est un signe de défiance de la population envers la politique et l'illustration que la jeune démocratie tunisienne n'échappe pas à la vague populiste mondiale.

Les deux candidats qui s'affronteront au deuxième tour sont K. Saïed (18% des votes), universitaire constitutionnaliste ultra-conservateur et peu connu du public, aux idées proches des partis islamistes et N. Karoui (16%), magnat de la presse et de la communication emprisonné pour fraude fiscale quelques jours avant le lancement de la campagne électorale qui a été assurée par son épouse. Saïed a axé une partie de sa campagne sur la lutte contre la corruption et prône une démocratie locale plutôt qu'un État centralisé. Les thèmes de campagne de Karoui ont surtout été concentrés sur la défense des pauvres et la liberté d'entreprendre.

Un électeur sur deux s'est mobilisé pour ces élections : le taux de participation, à seulement 51%, est en chute de quinze points par rapport à l'élection de 2014, ce qui illustre le fort désenchantement de l'électorat, surtout parmi les jeunes.

Le deuxième tour des présidentielles pourrait être coordonné avec la date des élections législatives, le 6 octobre prochain. Sur ce plan, le Parlement tunisien risque d'être très éclaté avec des partis « traditionnels » Nidaa Tounès et Ennahda en forte perte de vitesse et un paysage politique très éclaté, par ailleurs. Entre un candidat emprisonné (ce qui a été confirmé par la Justice) et le deuxième, non affilié, ne disposant d'aucun soutien de parti politique, les élections législatives s'annoncent comme particulièrement incertaines et une majorité de gouvernement probablement difficile à trouver.

☑ **Notre opinion –** *Malgré un résultat en forme de dénonciation de la politique actuelle, cette élection marque pour le pays une sorte de relative solidité du processus démocratique. La qualité de la gouvernance électorale est néanmoins mise à l'épreuve par le sort judiciaire réservé au candidat Karoui avant le deuxième tour des présidentielles puisque la peine de prison préventive a été confirmée par la justice. Que penser d'un système électoral où un candidat, mis en examen et emprisonné, ne peut faire campagne ? Dans le cas où un candidat en prison est élu au poste suprême de chef de l'État, comment les institutions peuvent-elles gérer cette situation paradoxale ? L'absence de Conseil constitutionnel qui pourrait trancher ces questions est le point aveugle de l'organisation politique du pays et illustre l'inachèvement du processus démocratique.*

Plus problématique en période de crise économique, les deux candidats n'ont pas abordé la question des déficits et du surendettement auxquels la Tunisie est confrontée mais ils se sont focalisés sur les questions sociétales. L'absence de programme économique et financier clair n'est pas porteur de bonnes nouvelles pour le redressement du pays qui est toujours confronté à des déséquilibres macro-économiques très élevés malgré l'aide des bailleurs de fonds depuis deux années.

Afrique sub-saharienne

☞ Côte d'Ivoire : tractations politiques à un an de la présidentielle de 2020

Les deux principaux partis de l'opposition ivoirienne : le PDCI, parti unique de l'époque fondé par Félix Houphouët-Boigny, présidé par Henri Konan Bédié et le FPI, fondé en 1982 dans la clandestinité par Laurent Gbagbo, cherchent à former une alliance en vue des présidentielles de 2020.

Ce rapprochement est rendu possible tout d'abord par le renversement d'alliance d'Henri Konan Bédié, lié il y a encore peu de temps avec un accord similaire avec le président actuel Alassane Ouattara. La seconde raison est l'acquittement par la Cour pénale internationale (CPI) de Laurent Gbagbo des accusations de crimes contre l'humanité lors de la crise post-électorale de 2010-2011 ayant fait plus de 3 000 morts en cinq mois. Toutefois, cet acquittement est actuellement contesté par la procureure de la CPI.

À l'heure actuelle, aucun programme précis politique ou économique n'a été dévoilé pour les deux partis. Néanmoins, ce rapprochement commencé cet été à Bruxelles, où l'ancien chef de l'État réside en liberté conditionnelle illustre les tractations en cours pour le prochain scrutin de 2020.

☑ **Notre opinion –** *Si ce rapprochement est engagé depuis plusieurs mois, il est encore trop tôt pour parler d'une alliance ou d'un programme commun entre les deux principaux partis d'opposition. Cette initiative historique de « réconciliation » constitue une deuxième étape vers une possible alliance entre le PDCI de centre droit libéral et le FPI plus à gauche, et pourrait changer l'équilibre des forces politiques pour 2020.*

Ainsi, cette réunion initie une confrontation plus visible entre les trois grandes personnalités de la Côte d'Ivoire et pourrait être très probablement l'occasion de mettre une pression sur le pouvoir du RDHP d'Alassane Ouattara. En effet, l'actuel président a ainsi déclaré qu'il n'excluait pas un troisième mandat après l'approbation d'une nouvelle Constitution en 2016, qui lui donne la possibilité de postuler pour deux autres mandats. Or, sur la base du passé, le premier tour de l'élection présidentielle de 2010 a été mené par Gbagbo, Ouattara et Bédié. L'addition des votes des deux parties, le PDCI et le FPI, donnerait une majorité absolue à cette coalition.

À ce stade, ce rapprochement opportuniste entre les deux partis ressemble plus à une stratégie pour accéder au pouvoir qu'à un véritable projet de développement pour le pays.

☞ Afrique du Sud : la *New Development Bank* fournit une aide d'environ 500 millions de dollars pour l'amélioration du réseau routier

La *New Development Bank* (NDB) dont le siège est à Shanghai a approuvé un prêt de 476,4 millions de dollars sur 15 ans pour le développement du réseau routier.

Ce projet permet de rénover et d'étendre le réseau routier du pays, des routes à péage et des infrastructures connexes telles que des ponts et des carrefours.

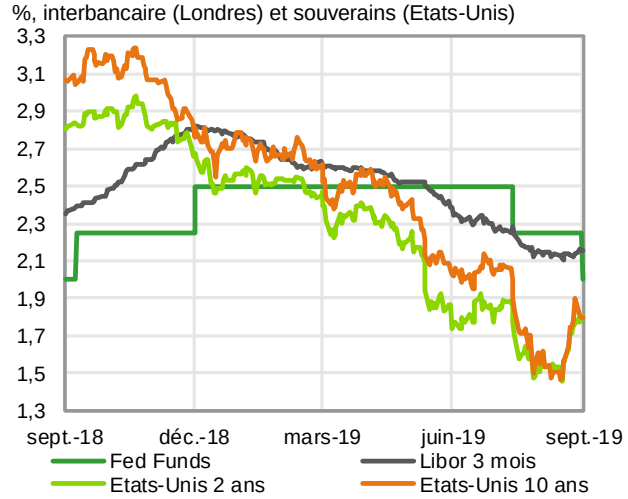
☑ **Notre opinion –** *La NDB a été créée pour favoriser une plus grande coopération financière et de développement des pays membres des BRICS : Brésil, Russie, Inde, Chine, Afrique du Sud. Cette alternative à la Banque mondiale et au Fonds monétaire international (FMI) illustre l'ascension des grands pays émergents dans le choix de leur financement et leur volonté d'avoir plus de poids lors des prises de décisions, alors qu'ils étaient sous-représentés au sein du FMI. Ainsi, les BRICS représentaient 11% des droits de vote au FMI en 2014. Un pourcentage qui a progressé suite à la création de la NDB.*

Toutefois, la hausse des financements des pays BRICS par la NDB pose la question de la progression de la dette des pays d'Afrique subsaharienne hors multilatéraux et de la surveillance des engagements.

Tendances à suivre

Taux d'intérêt en dollar américain

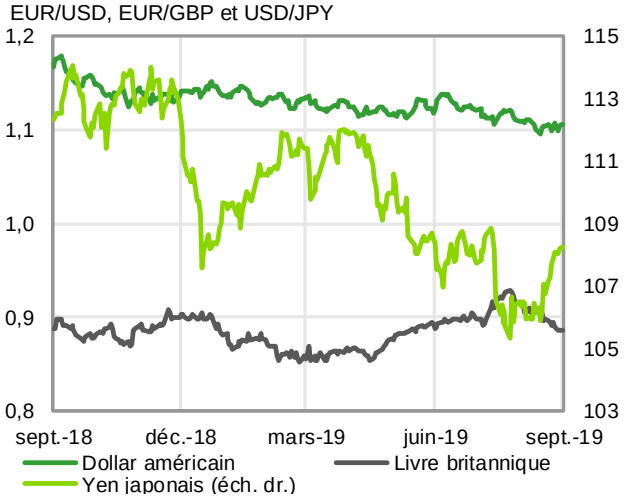
%, interbancaire (Londres) et souverains (Etats-Unis)



Source : Thomson Reuters

Taux de change des principales devises

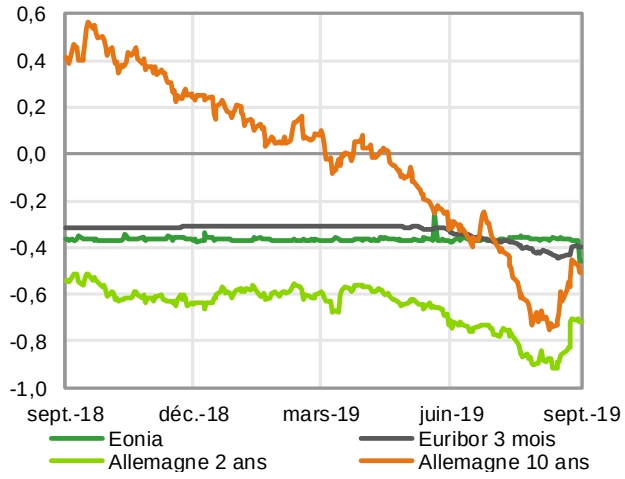
EUR/USD, EUR/GBP et USD/JPY



Source : Thomson Reuters

Taux d'intérêt en euro

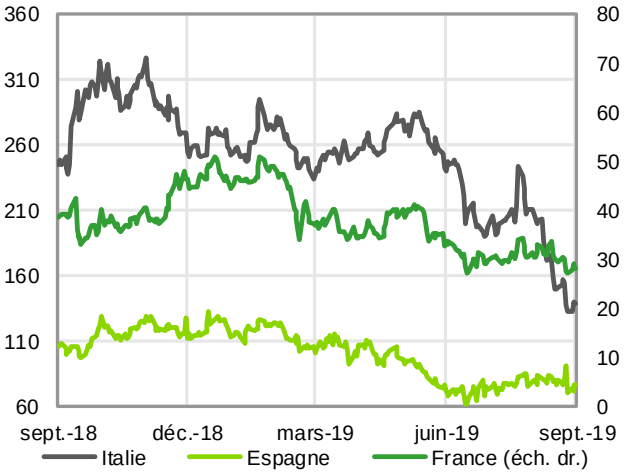
%, interbancaires (Londres) et souverains (Allemagne)



Source : Thomson Reuters

Spreads souverains européens avec le Bund

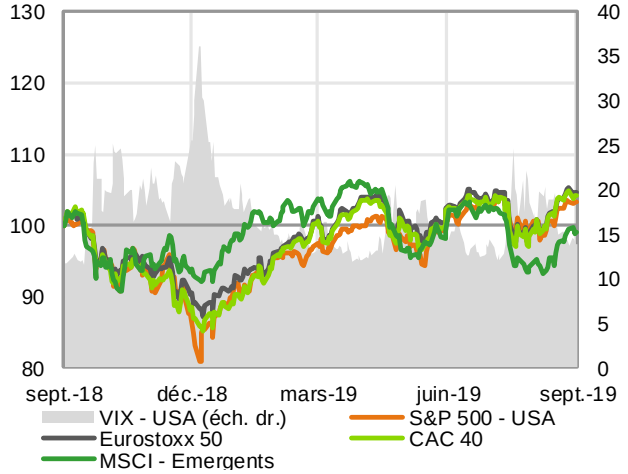
Pdb, dette en EUR à dix ans



Source : Thomson Reuters

Marché actions

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



Source : Thomson Reuters

Cours de l'once d'or

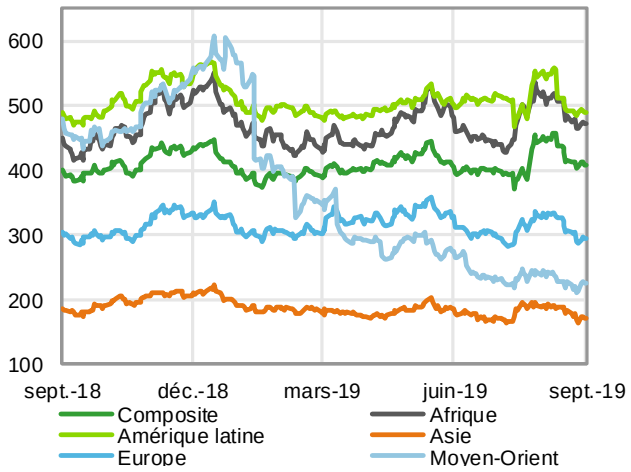
USD/Once troy (Londres)



Source : Thomson Reuters

Spreads souverains émergents avec le T-Bond

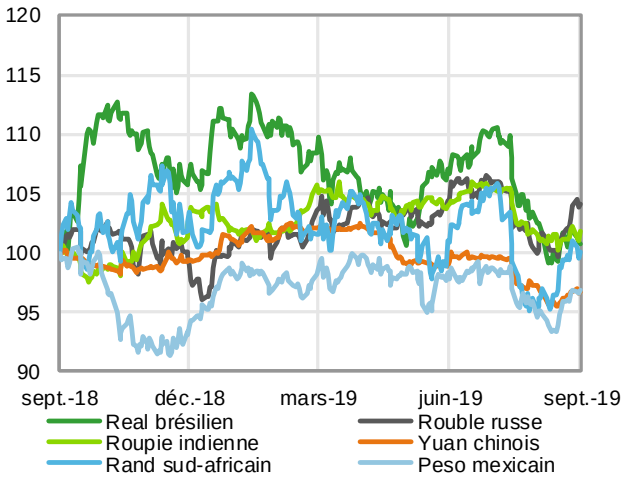
Indices EMBI+ (pdb, dette en USD de plus d'un an)



Source : JP Morgan

Devises émergentes

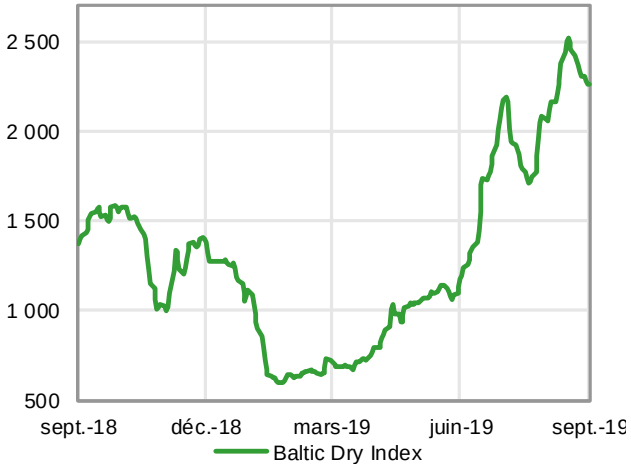
/USD (indice 100 = début de période)



Source : Thomson Reuters

Coût du transport maritime de vrac sec

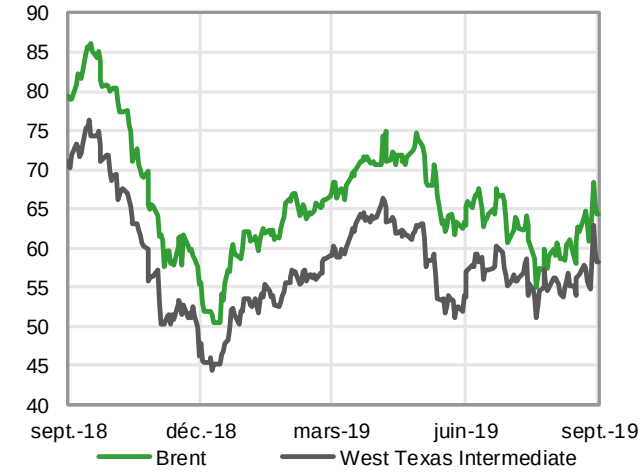
Baltic Dry Index (USD/point)



Source : Baltic Exchange

Cours du baril de pétrole brut en USD

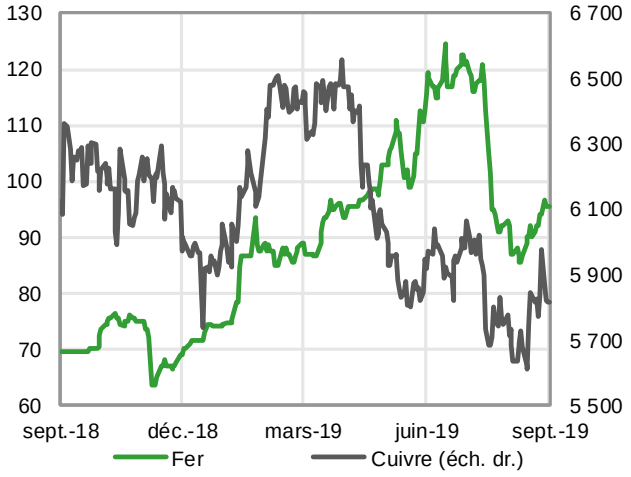
Brent (mer du Nord) et WTI (golfe du Mexique)



Source : Thomson Reuters

Cours des métaux

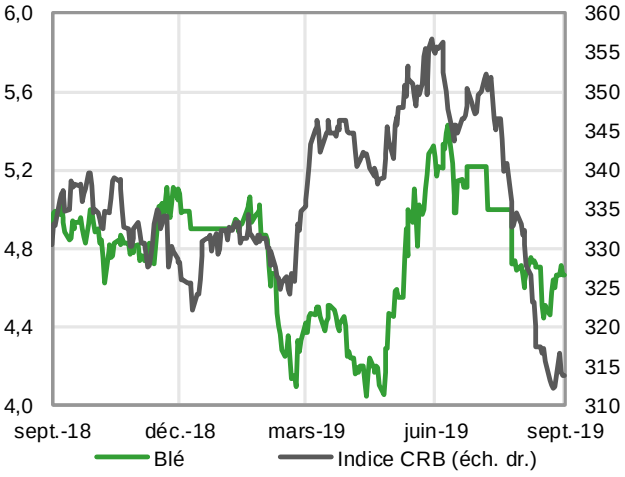
USD/tonne métrique



Sources : Steel Home, London Metal Exchange

Agriculture

SRW Wheat (USD/boisseau) et CRB foodstuffs (USD/point)



Sources : USDA, CRB

Consultez nos dernières parutions en accès libre sur Internet :



Monde – Scénario macro-économique 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 LEBOUGRE
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.