

Perspectives

Hebdomadaire – N°19/206 – 29 novembre 2019

MONDE – L'actualité de la semaine

Les marchés fêtent Thanksgiving

Dans une semaine écourtée par les fêtes de Thanksgiving aux Etats-Unis, les marchés ont été portés par l'amélioration récente des données américaines et des nouvelles globalement optimistes concernant les négociations sino-américaines. L'indice actions S&P 500 enregistre une performance de 1,4% sur la semaine et le dollar rebondit de 0,9% contre le yen et de 0,3% contre l'euro. La croissance américaine au troisième trimestre a été révisée à 2,1% en rythme trimestriel annualisé, versus 1,9% dans l'estimation préliminaire et après 2% au deuxième trimestre. Elle reste tirée par la consommation des ménages qui a crû de 2,9% après 4,6% au deuxième trimestre. En revanche, l'investissement privé non-résidentiel est resté faible, chutant de 2,7% après une baisse de 1% au deuxième trimestre, probablement en raison de l'incertitude liée aux tensions commerciales et du ralentissement de la croissance mondiale. L'investissement résidentiel a enregistré un rebond de 5,1% sur le trimestre (annualisé), après six trimestres de baisses consécutives. Les exportations nettes se sont améliorées mais ont continué de contribuer négativement : -0,2 point de pourcentage après -0,8 au deuxième trimestre, en raison d'une hausse des exportations plus forte que celle des importations.

La croissance américaine du quatrième trimestre devrait rester relativement faible. La confiance du consommateur a baissé pour le quatrième mois consécutif, tirée à la baisse par l'appréciation de la situation économique en cours, en particulier celle de l'emploi, mais reste à des niveaux élevés et les anticipations à court terme se sont légèrement améliorées. Par ailleurs, les commandes de biens durables ont augmenté de 0,6% sur le mois d'octobre, après une baisse de 1,4% en septembre. Les commandes de biens d'équipement ont crû de 5,4% avec une hausse de 1,2% des commandes de biens d'équipement « core » (hors défense et avions). Notre estimation du PIB pour le quatrième trimestre suggère une croissance d'environ 1,7% en rythme trimestriel annualisé. La consommation privée ralentirait, mais resterait solide, soutenue par un marché du travail en situation de plein emploi et une situation financière favorable, tandis que l'investissement accélérerait légèrement.

Après avoir réduit les taux à trois reprises cette année de manière préventive, la Réserve fédérale a suggéré une pause dans son assouplissement, indiquant qu'elle réagirait en fonction des données à venir. Si la croissance se stabilisait au quatrième trimestre, la Fed devrait maintenir la politique monétaire inchangée en décembre.

L'inflation reste en dessous de sa cible de 2% avec un *core PCE deflator*, mesure préférée de la Fed à 1,6% en octobre, après 1,7% en septembre. Les pressions inflationnistes se sont raffermies ces derniers mois et nous anticipons un *core PCE deflator* en légère accélération d'ici la fin de l'année pour s'approcher de 2% début 2020.

En zone euro, des chiffres meilleurs que prévu pour l'inflation au mois de novembre, l'inflation HICP a accéléré à 1% après 0,7% et à 1,3% pour l'inflation sous-jacente depuis 1,1% le mois précédent. Les taux d'intérêt sont relativement stables : le Bund termine la semaine à -0,35% et le taux 10 ans américain à 1,78%. Outre-Manche, le très attendu sondage de YouGov du 27 novembre prédit une majorité significative de 68 sièges au Parti conservateur, soit un chiffre suffisamment élevé pour lui assurer une majorité confortable même en tenant compte des inévitables erreurs de prévision. Le modèle YouGov MRP, devenu célèbre pour avoir prédit le résultat des élections de 2017, prévoit un gain de 359 sièges pour les conservateurs, soit une hausse de 42 sièges par rapport à 2017 et principalement au détriment du Labour, qui enregistrerait sa pire performance depuis 1983.

☞ Les marchés fêtent Thanksgiving.....	1
☞ Zone euro : l'affaiblissement de la croissance de l'emploi confirmé en octobre.....	2
☞ Zone euro : un regain de confiance des acteurs économiques au mois de novembre.....	2
☞ Zone euro : un rebond d'inflation stimulé par les activités de services en fin d'année.....	3
☞ France : une consommation robuste et un potentiel d'accélération.....	3
☞ Italie : le taux de chômage repart à la baisse.....	4
☞ Italie : le T3 marque la fin de l'ajustement des stocks...5	
☞ Derrière la question balkanique, une réorganisation stratégique plus large.....	6
☞ Géorgie : une situation politique qui se dégrade.....	6
☞ Taïwan : l'économie reste performante malgré les incertitudes commerciales et politiques régionales.....	7
☞ Mexique : un plan d'investissement très ambitieux.....	8
☞ Qatar : une croissance du PIB médiocre en 2019 et qui devrait rebondir en 2020.....	9
☞ Le développement continu de la banque islamique.....	9
☞ Afrique du Sud : un nouveau PDG pour Eskom afin de stabiliser la dette publique.....	10
☞ Kenya : une politique monétaire accommodante aux effets encore incertains.....	10

Zone euro

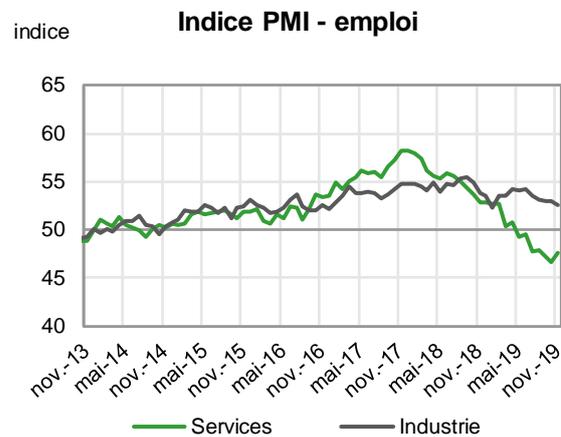
Zone euro : l'affaiblissement de la croissance de l'emploi confirmé en octobre

C'était le corolaire naturel de l'affaiblissement de l'activité en cours depuis un an et demi. La croissance de l'emploi a progressivement perdu de son élan. Avec le délai habituel, le ralentissement de l'emploi a d'abord été moins marqué que celui de la production. C'est en effet le cycle de la productivité qui s'est enclenché avec une baisse immédiate de celle-ci. A partir du T3 2019, on observe en revanche une décélération plus marquée de l'emploi, alors que le rythme de croissance du PIB se stabilise. Si la croissance de l'emploi en zone euro était encore positive dans l'industrie et dans tous les services marchands à l'exception des services financiers au T2 2019, il n'est pas sûr que cette orientation se soit maintenue au T3. Pour les grandes économies dont on dispose des données au T3, on enregistre une première baisse de l'emploi industriel ainsi que dans le commerce en Allemagne, où les destructions d'emplois dans les services financiers se poursuivent. En Espagne aussi l'emploi se replie dans les secteurs marchands et dans la construction mais il continue de progresser dans l'industrie. Aux Pays-Bas aussi, les créations d'emplois se poursuivent partout à l'exception des services informatiques et financiers. En France et en Italie, où on ne dispose pas encore du détail de l'emploi au T3, on observait des orientations divergentes : des créations d'emplois positives à l'exception du secteur agricole en France, des destructions d'emplois dans l'industrie et dans la construction en Italie.

Entretemps, les chiffres mensuels du taux de chômage signalent la résilience de sa baisse en octobre (à 7,5% après 7,6 en septembre et 8% un an

auparavant). Mais ce mouvement n'est plus généralisé. Le taux de chômage poursuit sa baisse en France (à 8,5% après 8,6%) et se replie en Italie (9,7%) après sa remontée en septembre (9,9%) ; par contre, la baisse s'est arrêtée en Allemagne et aux Pays-Bas où il se stabilise à un niveau très faible (3,1% et 3,5% respectivement). En Espagne aussi, le mouvement de repli du taux de chômage connaît un coup d'arrêt à un taux plus élevé (14,2%).

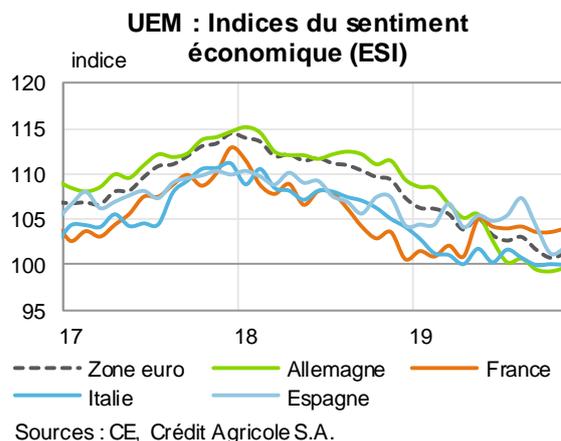
Pour les prochains mois, les indicateurs d'enquête suggèrent que la faiblesse de l'emploi devrait se poursuivre. L'indice PMI composite de novembre signale encore une expansion de l'emploi en zone euro mais à un rythme plus faible, car si la dégradation de l'emploi dans l'industrie se poursuit à un moindre rythme, l'expansion de l'emploi dans les services devient moins dynamique.



Notre opinion – Les prochains mois nous diront si les premiers signes de moindre dégradation de l'emploi industriel se confirment et si la stabilisation de l'activité dans le secteur manufacturier se manifestera avant que la contagion ait atteint les services et les créations d'emplois dans ce secteur, qui est le plus intensif en main-d'œuvre. Entretemps, l'emploi du secteur non marchand continue de fournir une contribution positive aux créations d'emplois

Zone euro : un regain de confiance des acteurs économiques au mois de novembre

L'indice du sentiment économique en zone euro s'est légèrement amélioré au mois de novembre, atteignant 101,3 points contre 100,8 le mois précédent. Les enquêtes auprès des entreprises et des ménages font ressortir une perception plus optimiste de l'activité économique en France et en Allemagne (+0,4 point dans chacun des pays), ainsi qu'en Espagne (+0,7 point) tandis que l'indice du climat des affaires italien reste inchangé. Par secteur d'activité, on constate un regain d'optimisme du côté des services à l'exception de l'Allemagne où l'indice ESI des services se tasse. Le secteur industriel s'avère partout moins pessimiste que le mois dernier mais demeure le secteur le plus préoccupant parmi les cinq sondés.



Le secteur de la construction est jugé relativement plus prospère en France et en Allemagne, mais signale une situation plus délicate en Espagne et en Italie. La perception de l'activité dans le secteur des ventes au détail s'améliore en zone euro, grâce à l'optimisme affiché des acteurs italiens, et dans une moindre mesure, allemands. Enfin, le moral des consommateurs en France et en Allemagne se

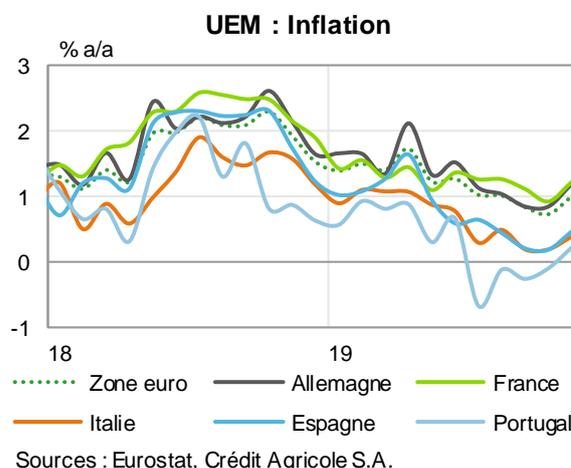
redresse, tirant l'indice global de la zone à la hausse en dépit d'un recul plus prononcé des indices italiens et espagnols. Sur le plan des indicateurs nationaux, l'indice allemand des affaires (Ifo) s'est également redressé pour le deuxième mois consécutif, affichant des perspectives à six mois en amélioration que ce soit dans les services ou dans l'industrie.

Notre opinion – Le regain de confiance dans l'activité en zone euro est porté par des perspectives plus optimistes dans les services et l'industrie. La perception des principaux acteurs dans les deux grands pays de la zone suggère une phase de redressement mais des inquiétudes demeurent concernant le rythme de créations d'emplois qui pourrait nuire à la consommation, principal pilier de la croissance de ces dernières années.

Zone euro : un rebond d'inflation stimulé par les activités de services en fin d'année

L'indice harmonisé des prix à la consommation en zone euro a augmenté de 1% en rythme annuel au mois de novembre contre 0,7% un mois plus tôt. Ce regain d'inflation est porté par une accélération des prix des biens alimentaires (+2% en variation annuelle) et des services (+1,9%) et dans une moindre mesure par le prix des biens industriels (+0,4%). En revanche, le prix de l'énergie continue de chuter (-3,2%), pesant ainsi sur la croissance de l'indice global. L'inflation sous-jacente, hors énergie, accélère également, enregistrant une croissance de 1,3% en novembre contre 1,1% en octobre. La ventilation par pays révèle une reprise inflationniste dans les quatre principaux pays de la zone, France, Allemagne, Italie et Espagne. Toutefois, dans ces deux derniers, la croissance des prix à la consommation demeure encore extrêmement faible, au rythme annuel de +0,4% et 0,5% respectivement. Les deux premiers pays atteignent en revanche un

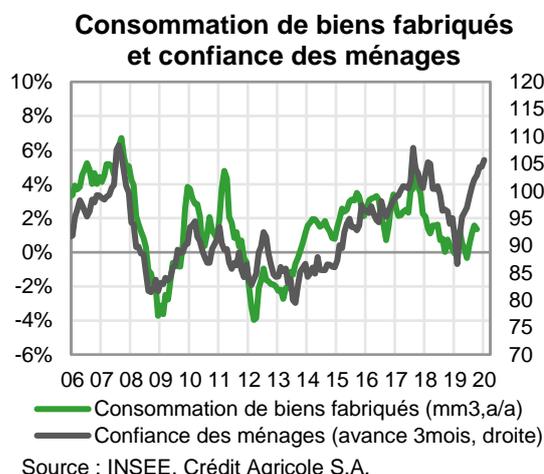
taux d'inflation de 1,2%, contre 0,9% un mois auparavant.



Notre opinion – Cette reprise de l'inflation en zone euro a positivement surpris (le consensus anticipant une augmentation plus modeste des prix). Elle reflète en grande partie la hausse des prix dans les services qui comptent pour deux tiers de la croissance du PIB en zone euro.

France : une consommation robuste et un potentiel d'accélération

Au troisième trimestre, la consommation des ménages a augmenté de 0,4%, en légère accélération après +0,2% au T2 mais à un rythme inférieur à nos attentes. En octobre, la consommation des ménages en biens rebondit légèrement, progressant de 0,2% sur un mois après -0,3% en septembre ce qui nous donne un acquis de croissance nul sur la consommation en biens au T4. Nous estimons cependant qu'une accélération de la consommation des ménages est envisageable dans les prochains mois. Tout d'abord, la confiance des ménages est en hausse au mois de novembre à 106 après 104 sur les deux derniers mois et au plus haut niveau depuis juin 2017 (la croissance du PIB en 2017 s'était finalement établie à +2,4% alors que nous n'attendons que +1,3% cette année).



En particulier, le solde d'opinion sur l'opportunité de faire des achats importants progresse et se situe nettement au-dessus de sa moyenne de longue période. Les craintes concernant l'évolution du chômage diminuent également en novembre. Ces indicateurs suggèrent que les ménages sont prêts à engager des dépenses importantes et compressibles. En effet, nous observons que la consommation de

biens fabriqués (biens hors alimentaire et énergie) progresse plus rapidement sur un an que le total de la consommation en biens. Un potentiel supplémentaire d'accélération apparaît d'ailleurs si l'on compare la consommation de biens fabriqués au niveau actuellement très élevé de la confiance des ménages.

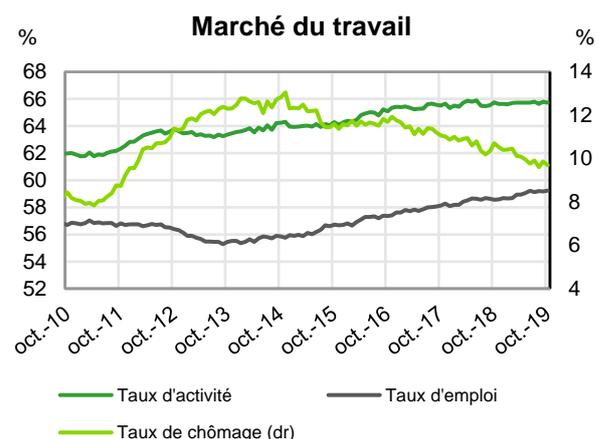
Notre opinion – La consommation des ménages devrait s'accélérer au cours des prochains trimestres. La confiance des ménages est élevée et les ménages se disent prêts à faire des achats importants. En outre, après une légère contraction au T2, le pouvoir d'achat est reparti à la hausse, progressant de 0,6% au T3, un rythme supérieur à celui de la consommation (+0,4%). Le taux d'épargne progresse et atteint 14,8% au T3. Cette épargne accumulée pourrait être graduellement consommée. Par ailleurs, les créations d'emploi restent dynamiques et la récente réforme sur l'impôt sur le revenu continuera de soutenir le pouvoir d'achat en 2020. Nous estimons donc qu'une accélération de la consommation des ménages est probable dans les trimestres à venir et qu'elle restera le moteur principal de la croissance française en 2020.

Italie : le taux de chômage repart à la baisse

En octobre, le nombre de personnes en emploi progresse de 0,2% sur un mois (+46 000 unités) et de 0,9% sur un an en Italie. Le taux d'emploi progresse également pour s'établir à 59,2%, un niveau historiquement très élevé. La progression de l'emploi a été tirée par les contrats à durée déterminée (+6 000 unités), mais surtout par la progression du travail indépendant (+38 000 unités). Sur un an, la croissance de l'emploi a été tirée par l'emploi salarié (+231 000 unités) et, en particulier, par les contrats à durée indéterminée (+181 000 unités), alors que les contrats à durée déterminée ont reculé (-15 000 unités).

Le nombre de personnes en recherche d'emploi a reculé de -1,7% par rapport à septembre (-44 000 unités) et le taux d'inactivité a progressé pour s'établir à 34,3% (+25 000 inactifs entre 15 et 64 ans, soit une progression de 0,2% par rapport à septembre). Le taux de chômage a reculé de 0,2% et s'affiche à 9,7% en octobre.

La progression de l'emploi s'est accompagnée d'une baisse à la fois du nombre de chômeurs (-9,7%, soit -269 000 unités) et des inactifs âgés de 15 à 64 ans (-0,4 %, soit -49 000 unités).



Source : Istat, Crédit Agricole S.A.

Notre opinion – Après la progression de septembre, lorsque le taux de chômage s'affichait à 9,9%, la part des chômeurs dans la population active est repartie à la baisse en octobre. La remontée en septembre avait été liée, en partie, à des facteurs temporels tels que l'introduction du revenu de citoyenneté (et à sa conditionnalité d'une recherche active d'emploi), qui a augmenté le nombre de personnes en recherche d'emploi. L'impact de l'application du décret Dignité, favorisant la transformation des CDD en CDI, semble en revanche s'affaiblir en octobre après une année qui a témoigné du ralentissement des créations d'emplois précaires. Le solde annualisé (la différence entre les recrutements et les licenciements au cours des 12 derniers mois) de l'emploi permanent est passé de +33 000 en septembre 2018 à +378 000 en septembre 2019), le solde de l'emploi à durée déterminée est passé de +178 000 à -194 000 sur la même période. En prévision, les enquêtes PMI auprès des directeurs d'achats signalent un recul des embauches dans l'industrie et une expansion dans les secteurs de la construction et des services.

 **Italie : le T3 marque la fin de l'ajustement des stocks**

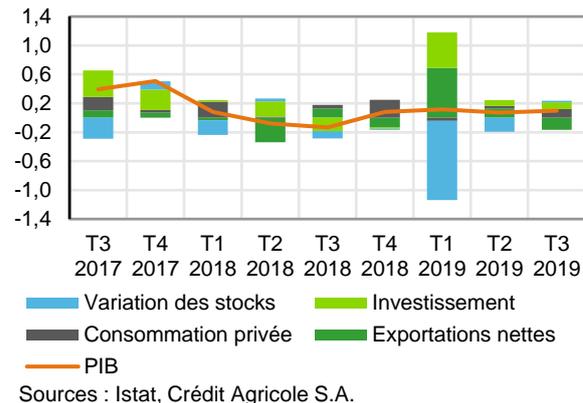
Les chiffres préliminaires de croissance ont été confirmés par ISTAT : au troisième trimestre de l'année en cours, le PIB a progressé de 0,1% en volume sur le trimestre, laissant un acquis de croissance de 0,2% pour l'année 2019. La croissance s'affiche à 0,3% sur un an par rapport au T3 2018. La contribution de la demande extérieure a été négative, de 0,4 point de PIB, en raison d'une forte progression des importations (+1,3%, en accélération par rapport au T2, où elles avaient progressé de +0,9%) et de la baisse modérée des exportations (-0,1%, elles avaient progressé de 1,2% au T2). Le déstockage des entreprises, qui pèse sur la croissance depuis quatre trimestres, s'est arrêté au T3 et les variations des stocks ont contribué positivement, de 0,3 point à la croissance du PIB.

La demande domestique a contribué positivement à la croissance, à hauteur de 0,2 point de PIB. La consommation privée a accéléré et affiche une progression de 0,3% sur le trimestre (0,1% au T1), tirée par la consommation de biens durables, et par le redressement de la consommation de biens semi-durables. La consommation des services (qui concerne 50% des dépenses) est stable par rapport au T2. L'investissement a reculé de -0,2%, synthèse

d'une légère progression dans la construction (0,2%) et de la baisse de l'investissement productif (-0,5%, dont -2% pour les investissements en transport).

Du côté de l'offre, la valeur ajoutée de l'agriculture et de l'industrie a connu des évolutions négatives, avec des baisses respectives de 2% et 0,2%. La valeur ajoutée des services et de la construction a augmenté de 0,1%.

t/t,% **Italie : contribution à la croissance du PIB**



Notre opinion – La stagnation de l'économie italienne s'est maintenue au troisième trimestre. La bonne dynamique de la consommation est une surprise tenant compte des indicateurs de confiance des consommateurs, qui se retrouvent à des niveaux bas (l'indicateur s'est particulièrement dégradé en novembre). Cela pourrait indiquer un renversement de la tendance récente à convertir les gains de pouvoir d'achat en épargne plutôt qu'en consommation.

La reconstitution des stocks de la part des entreprises, après quatre trimestres de réduction, est arrivée finalement au T3 mais le contexte ne nous permet pas de prévoir une reconstitution stable à moyen terme. Pour cela, la demande domestique devrait se révéler plus solide, tenant compte de l'affaiblissement continue de la demande externe. Le recul de l'investissement productif confirme l'incertitude des entreprises, dont la confiance se maintient à des niveaux très bas. La légère amélioration des commandes à l'industrie en août et en septembre pourrait indiquer une progression de la valeur ajoutée de l'industrie au T4 (après deux baisses consécutives) mais les opinions concernant les commandes (domestiques et étrangères) ont poursuivi leur chute dans les enquêtes d'opinion en novembre.

La progression des importations au T3 envoie des signaux mixtes : les importations de biens de consommation ont accéléré au T3 par rapport au T2, tandis que les achats de biens d'équipement, bien qu'en progression, ont décéléré par rapport au T2. Les importations de biens intermédiaires et d'énergie ont reculé. Cette dynamique confirme le ralentissement de la production industrielle en Italie. Le recul des exportations concerne tous les types de biens, à l'exception des biens intermédiaires, dont la progression est stable par rapport au T2. Nous maintenons nos prévisions de croissance à 0,2% en moyenne pour l'année en cours et à 0,4% pour l'année 2020.

Europe centrale et orientale, Asie centrale

👉 Derrière la question balkanique, une réorganisation stratégique plus large

Le veto que la France a opposé à l'ouverture de la procédure d'adhésion de l'Albanie et de la Macédoine du Nord a des effets diplomatiques qui vont bien au-delà de la relation française avec les 18 millions d'habitants de la région balkanique occidentale.

En effet, cela doit se lire au regard du voyage du président français à Belgrade en juillet et de la visite de son homologue serbe à l'Élysée la semaine dernière (la Serbie et le Monténégro étant les deux pays de la région avec lesquels la négociation pour l'UE est ouverte). Par ailleurs, les déclarations d'E. Macron sur l'Otan, déclarant l'organisation en état de « mort cérébrale », ont creusé un fossé diplomatique avec l'Allemagne que cette position de veto sur les Balkans avait déjà élargi.

Le sommet de l'Otan des 3 et 4 décembre prochain va donc avoir lieu dans un contexte de tension franco-allemande, mais aussi, semble-t-il, de virage stratégique, à la fois de Berlin et de Paris. C'est cela qui est intéressant à plus long terme, y compris pour les entreprises, en termes d'impact sur les flux commerciaux, le secteur de l'armement ou l'évolution des sanctions sur la Russie.

Ainsi, tandis que la France semble effectuer un virage positif vis-à-vis de la Russie, les dernières déclarations de Merkel sont un plaidoyer pour l'Otan et un contre-pied à la position française. Elle appelle aussi à faciliter les exportations d'armes et à se positionner plus fortement en Afrique aux côtés du Mali. Ursula van der Leyen semble en ligne avec cette analyse de l'Otan, soulignant sa complémentarité avec l'UE, et allant jusqu'à dire que l'UE « ne sera jamais une alliance militaire » (tout en évoquant aussi le fait que cette dernière a une énorme « boîte à outils » pour développer la défense européenne).

Finalement, ce sommet de l'Otan peut être un moment important, pour les questions militaires évidemment, mais aussi comme signal intéressant quant à l'avenir des relations transatlantiques, dans un contexte de recomposition globale des géostratégies de chacun. Reste surtout à savoir comment D. Trump va traiter le sujet et les dossiers chauds qui sont sur la table : Turquie (dont les achats de S400 ont éveillé l'ire américaine), Syrie, mais aussi la question du Nord Stream 2 entre l'Allemagne et la Russie.

✔ **Notre opinion** – La question de l'élargissement de l'UE peut paraître bien étrange à l'heure où la crise politique et institutionnelle de la zone se déploie, mais cette question a des répercussions assez larges, car elle est connectée de près avec l'évolution de l'alliance transatlantique, ainsi que des équilibres géopolitiques intra-européens.

👉 Géorgie : une situation politique qui se dégrade

Depuis trois semaines, la population géorgienne manifeste contre l'incapacité du Parlement à changer, comme prévu, la loi électorale, afin d'assurer une meilleure représentation du paysage électoral. Pour la première fois, l'opposition a réussi à s'unir dans cette protestation et il est donc probable que cette dernière s'inscrive dans la durée, d'autant que la réaction assez brutale de la police risque de créer des effets d'enchaînement. Par ailleurs, ces manifestations font suite à la démission du Premier ministre en septembre dernier.

Tous ces événements nourrissent le même constat : une perte de popularité assez nette du parti au pouvoir « le

rêve géorgien ». Celui-ci profite cependant de l'éclatement du paysage politique dans ce pays et reste le principal parti. Cela devrait être encore le cas pour les élections générales d'octobre 2020.

L'équipe en place au pouvoir a donc une marge de manœuvre pour gérer cette situation d'autant que le bilan macro-économique est plutôt bon, avec une croissance du PIB de l'ordre de 5%, tirée à la fois par une consommation intérieure dynamique, un secteur touristique qui continue à se développer et des investissements directs assez importants.

✔ **Notre opinion** – Ces manifestations soulignent la nécessité de faire évoluer en profondeur le paysage institutionnel de ce pays, et tant que cela ne sera pas fait, il est probable qu'elles se poursuivent : il s'agit d'une aspiration profonde de la population. Même constat d'ailleurs au Kirghizstan, marqué également par des agitations populaires, qui dénoncent la corruption du gouvernement. On retrouve jusqu'en Asie centrale la poussée des printemps des peuples...

En Géorgie, ce mécontentement est également intéressant à mettre en regard de l'excellente note de ce pays dans le classement Doing Business de la Banque mondiale. C'est une parfaite occasion pour rappeler qu'il faut utiliser ce classement avec beaucoup de prudence et bien distinguer la gouvernance, l'environnement des affaires et les équilibres politiques. Dans le cas d'espèce, on voit que ces différentes catégories n'ont rien à voir.

Bonne occasion également pour rappeler qu'il est facile pour certains pays de grimper rapidement dans le classement, grâce, par exemple, à des mesures réglementaires assez simples (du type facilité à créer les entreprises par internet...) qui font bouger à la hausse certaines notes, même si cela ne reflète éventuellement pas grand chose de la réalité de l'environnement des affaires pour les investisseurs...

Asie

👉 Taïwan : l'économie reste performante malgré les incertitudes commerciales et politiques régionales

Malgré une légère décélération de la croissance du PIB à 2,1% en 2019, et sans doute de l'ordre de 2% en 2020 contre 2,6% en 2018, les indicateurs macro-économiques restent stables et plutôt bien orientés à Taïwan. La croissance est très équilibrée, car l'île produit structurellement des excédents courants très élevés et qui n'ont jamais baissé sous le seuil de 10% du PIB depuis 2014. Évidemment, c'est dans ce domaine que se concentreraient les difficultés en cas d'aggravation des scénarios régionaux, politiques ou géopolitiques.

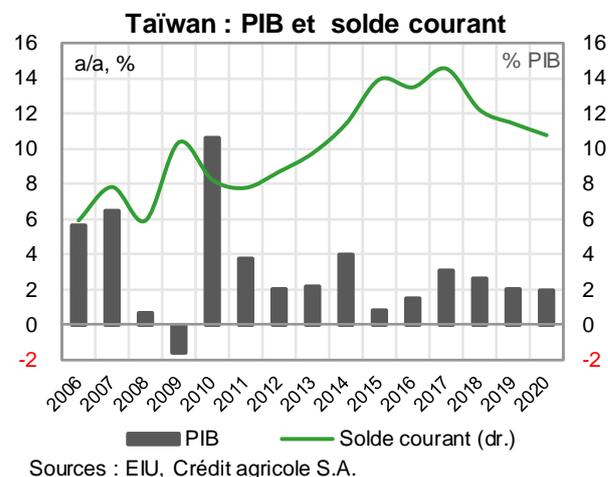
Mais la résilience économique est forte, notamment avec une accumulation de réserves en devises qui se poursuit, compte tenu de la solidité de la balance des paiements. Ces dernières atteignent ainsi 78% du PIB et un an et demi d'importations de biens et services, un ratio très confortable.

De son côté, la dette publique reste contenue à 35% du PIB à fin 2018. Les déficits budgétaires étant généralement un peu inférieurs à la croissance, le ratio d'endettement est stable, voire en légère contraction.

La dette externe représente moins de la moitié des réserves en devises et Taïwan jouit donc d'une position enviable de crédeur externe net. Il est par ailleurs un important acheteur de bons du Trésor américain et grâce à son régime de change réactif, il dispose donc de solides amortisseurs en cas de crise.

Le modèle d'exportations (elles représentent l'équivalent de 75% du PIB) est toujours solide. Orienté vers l'électronique, les plastiques et l'habillement, il est toutefois de plus en plus concentré et concurrencé par la Corée et la Chine continentale.

À Taïwan, le chômage est très faible (4%), avec parfois des pénuries de main-d'œuvre, et l'île devra faire face au vieillissement de sa population. L'inflation est très contenue (1%) et la politique monétaire est bien articulée. Au total, un profil de risque de bonne qualité, d'une économie déjà largement « émergée » (le PIB par habitant en parité de pouvoir d'achat est d'équivalent européen) et bien diversifiée.



☑ **Notre opinion** – Économie très ouverte, Taïwan est évidemment vulnérable aux évolutions du commerce international. Actuellement, la demande globale est moins porteuse et celle des deux principaux partenaires commerciaux (Chine 57% et Hong Kong 14%) pourraient affecter cette croissance dans le futur. La guerre commerciale entre la Chine et les États-Unis va également contraindre les exportations de Taïwan vers la Chine. Mais des effets de rapatriement de certaines activités vers l'île devraient soutenir les exportations directes de Taïwan vers les États-Unis et paradoxalement la résultante pourrait donc être positive pour l'économie.

Amérique latine

Mexique : un plan d'investissement très ambitieux

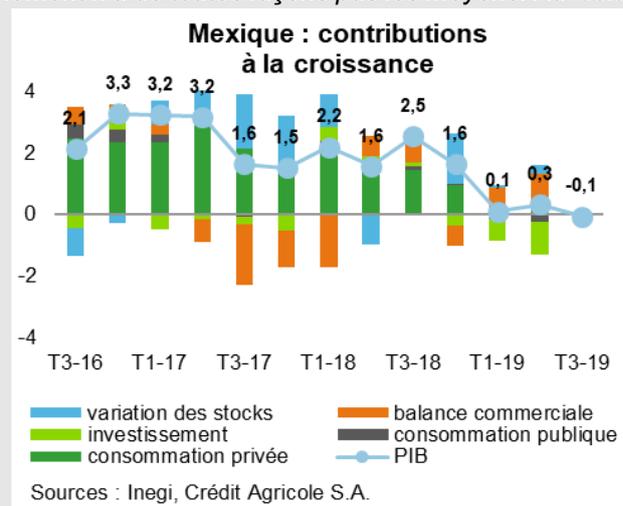
Le président AMLO a annoncé un plan d'investissement en infrastructures (147 projets) totalisant 44 milliards de dollars (soit 3,5% du PIB) sur cinq ans, devant ainsi s'achever à la fin de son mandat (2019-2024). Une grande partie devrait être réalisée dès 2020 (22 Mds USD) pour diminuer ensuite à 13,2 Mds USD et 8,8 Mds USD au cours des périodes 2021-2022, puis 2023-2024. Les secteurs prioritaires sont les transports (routes, autoroutes, ports, aéroports) et le tourisme vers lesquels devraient se diriger, respectivement, 33%

et 30% du total prévu. Viennent ensuite les télécommunications (un peu moins de 14%). Le secteur de l'énergie (pétrole, électricité) n'est pas concerné. Un plan spécifique devrait être annoncé en janvier 2020 ; il couvrirait également le secteur de la santé. Les sources de financement du plan sont identifiées (à hauteur de 87% car 6 Mds USD restent environ à couvrir). Le secteur bancaire, l'AFORES (*Administradoras de Fondos para el Retiro*) et les investisseurs privés devraient être, respectivement, impliqués à hauteur de 56%, 26% et 18%.

Notre opinion – Ce plan est ambitieux et mérite d'être complété par de nombreux éléments relatifs à chaque projet (faisabilité, rentabilité, etc.). Grande ambition, risque d'exécution, financement non encore parfaitement « bouclé » : est-ce si grave qu'il faille déjà douter de la crédibilité du plan ? L'effet d'annonce seul est déjà important : il constitue un signal de réconciliation » du président AMLO à destination des investisseurs privés, un signal également favorable quant au traitement de l'épineux dossier PEMEX. En réactivant les partenariats publics-privés et en laissant au secteur privé le soin de couvrir le besoin de financement, le gouvernement signale que l'investissement en infrastructures est une priorité, mais qu'elle ne saurait être respectée aux dépens de l'équilibre des finances publiques. S'il souhaite préserver son cap de sérieux budgétaire, sans réforme fiscale, le gouvernement n'a de toutes façons pas les moyens. Au-delà de l'effet bénéfique attendu du plan lui-même, son annonce est susceptible de raffermir la confiance des entreprises privées : c'est précisément ce dont le Mexique a aujourd'hui besoin comme l'attestent les contributions à la croissance. Une croissance en repli, très faible, plombée par le recul de l'investissement productif.

La Banque centrale, toujours prudente en raison d'une inflation sous-jacente résistante et des effets potentiels d'une augmentation substantielle du salaire minimum vient juste de revoir ses prévisions de croissance à la baisse : elles se situeraient entre -0,2% et 0,2% en 2019 pour « naviguer » entre 0,8% et 1,8% en 2020. Un atterrissage vers la partie basse de cette fourchette large (autour de 1%) semble probable.

Par ailleurs, le FMI a indiqué la mise en place d'une nouvelle Flexible Credit Line de 61 milliards à deux ans (en remplacement de la ligne existante arrivée à maturité). Le FMI souligne les risques auxquels le Mexique reste exposé : volatilité des marchés financiers, sorties de capitaux investis dans les pays émergents, incertitudes quant aux relations commerciales avec les États-Unis, le nouvel accord USMCA n'ayant pas encore été ratifié par le congrès américain. Le FMI précise que les tensions se sont aggravées en mai, lorsque les États-Unis ont menacé d'imposer des droits de douane pouvant aller jusqu'à 25% sur toutes les importations de marchandises en provenance du Mexique. La menace n'a pas été exécutée, mais continue de planer.



Afrique du Nord, Moyen-Orient

Qatar : une croissance du PIB médiocre en 2019 et qui devrait rebondir en 2020

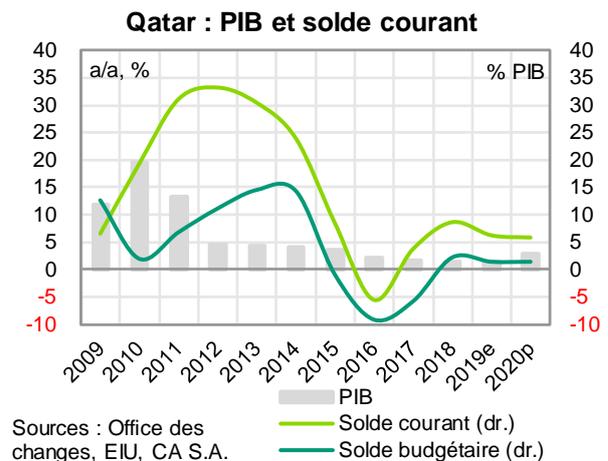
Après une croissance du PIB assez médiocre en 2018 (+1,4%), la croissance devrait rester très modérée en 2019 à 1,8% en raison d'une contraction du PIB au deuxième trimestre. Elle pourrait se redresser à 2,5% en 2020, en raison des préparatifs du Mondial 2022. Les soldes budgétaires et courants vont rester en position excédentaire en 2019, mais sans doute moins élevés qu'en 2018, en raison d'un prix du pétrole moins favorable que l'année dernière. L'excédent courant, après avoir atteint 8,7% du PIB en 2018, devrait s'établir à 6% du PIB en 2019, compte tenu de recettes d'hydrocarbures en baisse.

Le solde budgétaire excédentaire en 2018 va aussi perdurer en 2019 à 1,4% du PIB et pourrait progresser un peu en 2020, après l'introduction d'une TVA sur certains produits en janvier prochain. La dette publique, après avoir fortement progressé depuis 2014, passant de 32% à 57% du PIB fin 2018, pourrait donc entamer un mouvement de repli, car le seuil d'équilibre du budget (64 dollars par baril en 2018) devrait à nouveau être ajusté à la baisse, pour éviter que la dette publique ne dépasse les 60% du PIB. Le Qatar devrait poursuivre ses ajustements fiscaux pour ne pas dépasser ce seuil.

Après une baisse des réserves en devises à fin 2017 en raison de la crise, celles-ci se sont reconstituées

à 53 Mds USD à fin juin 2019 et représentent désormais plus d'une année d'importations de biens et services, ce qui renforce le peg du riyal au dollar.

Premier exportateur mondial de gaz liquéfié, le pays poursuit par ailleurs le développement de ses champs gaziers dans le Golfe persique (Barzan et North Field), afin de renforcer ses exportations et de compenser par le volume (le gaz n'étant pas soumis aux plafonnements OPEP du pétrole) le prix contraint du pétrole autour de 60 dollars le baril.



Notre opinion – Les risques géopolitiques régionaux, dont le Qatar subit toujours les effets, font peser des risques d'une croissance moindre que le pays essaie d'atténuer par une politique économique contra-cyclique et généralement orientée vers le BTP à financement étatique.

Le développement continu de la banque islamique

Selon une étude récente de la revue *The Banker*, la hausse des actifs gérés par des banques islamiques au Moyen-Orient est très vigoureuse, puisqu'ils ont doublé au cours des dix dernières années pour atteindre 1 200 Mds USD fin 2018. Ils représentent désormais un poids très significatif de l'ensemble des activités bancaires de la région. Rappelons que la finance islamique respecte la charia et prohibe donc le prêt à intérêt et la rémunération des dépôts. La rentabilité des banques islamiques est moyenne avec un RoA (résultat net sur actifs) de 0,93%. Les plus grandes banques « *charia compliant* » sont iraniennes, saoudiennes et émiraties. Dans de nombreux pays, notamment en Arabie, la finance islamique est opérée à travers des « fenêtres »,

c'est-à-dire des départements spécialisés et isolés au sein des banques où subsistent à la fois des activités bancaires traditionnelles et islamiques.

En Afrique du Nord, le développement de ce type de finance est très récent, plutôt orienté vers la collecte des dépôts, et les volumes sont très modestes à ce stade.

De très nombreux pays dans le monde hors du Moyen-Orient ont autorisé (voire favorisé) la finance islamique, notamment les pays musulmans d'Asie (Indonésie, Malaisie, Pakistan, Bangladesh) ou ailleurs en Turquie et en Afrique sub-saharienne (Nigéria, Soudan).

Notre opinion – La finance islamique devrait poursuivre son développement, mais sans doute à un rythme plus modéré que les années passées.

Afrique sub-saharienne

Afrique du Sud : un nouveau PDG pour Eskom afin de stabiliser la dette publique

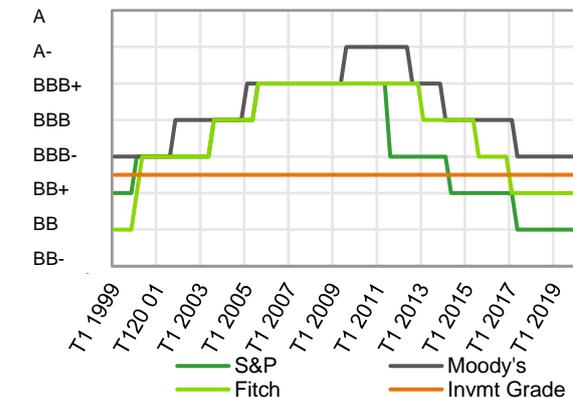
Le gouvernement sud-africain vient de nommer André de Ruyter comme nouveau PDG d'Eskom, entreprise qui produit plus de 95% d'électricité en Afrique du Sud. L'ex-PDG de Nampak, la plus grande entreprise africaine d'emballage est un spécialiste du secteur pétrochimique, avec une large expérience en matière de création et de gestion d'entreprises.

Cette nomination a pour but d'apporter un vent de renouveau à l'entreprise, qui croule sous une dette abyssale de 28 milliards de dollars. Et ce, malgré plusieurs plans de sauvetage de l'État, qui a injecté 8,5 milliards USD en trois ans. En été 2019, l'entreprise avait annoncé une perte nette record de 1,4 milliard USD pour l'exercice annuel clos en mars.

Par ailleurs, les agences de notation ont prévenu que la dette d'Eskom pourrait entraîner une dégradation du *rating* de l'Afrique du Sud, qui est classé dans la catégorie d'investissement spéculatif par deux agences sur trois. Quant à l'agence de notation Standard & Poor's, elle vient de changer sa

perspective de stable à négative (note BB assortie d'une perspective négative) en raison « du faible niveau de croissance du PIB et de l'importance du déficit budgétaire ».

Afrique du Sud : Ratings souverain LT



Sources : Agences, Crédit Agricole SA

Notre opinion – Pour le président Ramaphosa et son gouvernement, l'enjeu est de taille. Effectivement, le soutien récurrent du gouvernement pour l'entreprise creuse le déficit budgétaire de l'État (celui-ci devrait passer de 4,2% du PIB en 2018 à 6,5% cette année), alors que dans le même temps les prévisions macro-économiques du pays sont défavorables (la croissance de PIB a été revue à la baisse de 0,5% en 2019, contre 1,5% prévu en février dernier, soit un point de moins). Les promesses de réformes et d'assainissements des finances publiques ne suffisent plus à convaincre les agences de notation.

Le gouvernement devrait d'urgence programmer des réformes efficaces, afin de ne pas voir son rating se dégrader encore plus.

Kenya : une politique monétaire accommodante aux effets encore incertains

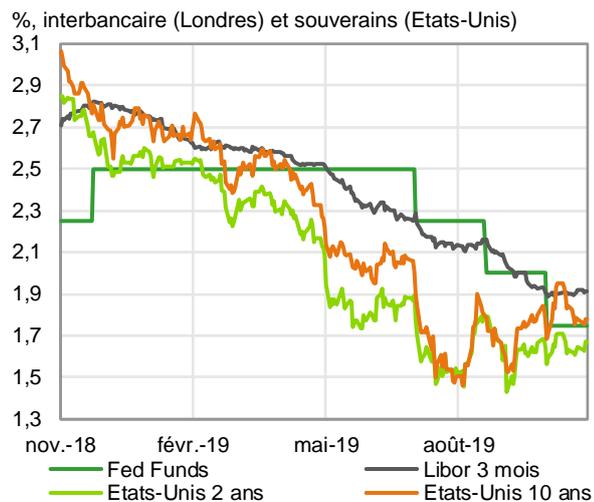
La Banque centrale du Kenya vient d'abaisser son principal taux directeur de 9% à 8,5%. L'assouplissement de la politique monétaire est justifié par le taux d'inflation moyenne annuelle de 5,4% en 2019, ce qui est conforme aux objectifs de la Banque centrale du Kenya entre 2,5% et 7,5% malgré les prémices d'une nouvelle sécheresse qui pourrait provoquer une hausse des prix agroalimentaires. Il n'y a pas d'inquiétude concernant l'augmentation du prix du carburant et des taxes sur les transports et les importations, elles n'auront que peu d'impact car l'augmentation des prix est contrôlée.

Au-delà de ces facteurs, cette baisse du taux directeur intervient quelques semaines après que le Parlement kényan a approuvé l'abrogation de la loi sur le plafonnement des taux d'intérêt des prêts accordés par les banques commerciales. Effectivement, les banques ne pouvaient pas percevoir un intérêt de plus de 4% au-dessus du taux appliqué par la Banque centrale. Le but était d'encourager les prêts à l'économie, mais le constat est tout autre. L'annulation de la loi vise à renverser l'effet, afin de stimuler la croissance des prêts.

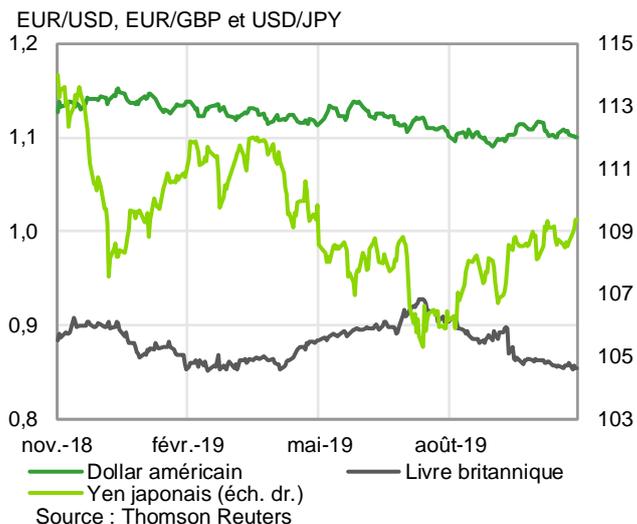
Notre opinion – La baisse du taux directeur intervient dans un contexte difficile, car le secteur bancaire est fragmenté et soutient peu l'activité économique. Cet abaissement du taux directeur est censé faciliter l'accès au crédit, avec probablement pour conséquence une redynamisation de l'économie.

Tendances à suivre

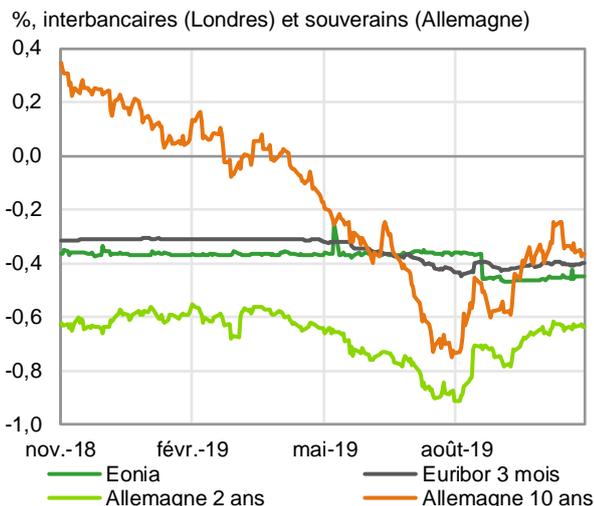
Taux d'intérêt en dollar américain



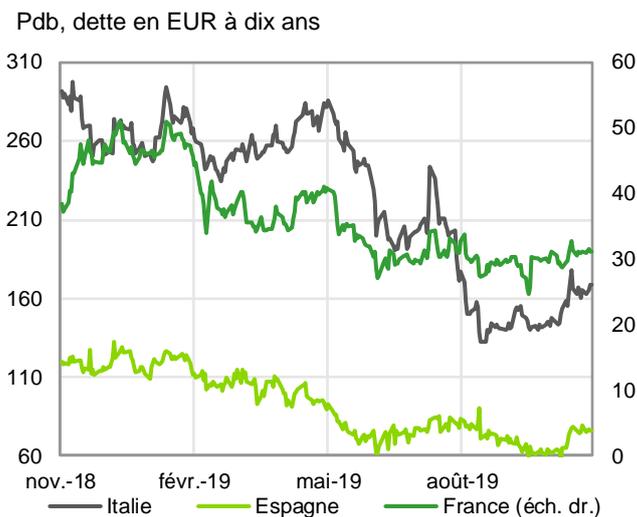
Taux de change des principales devises



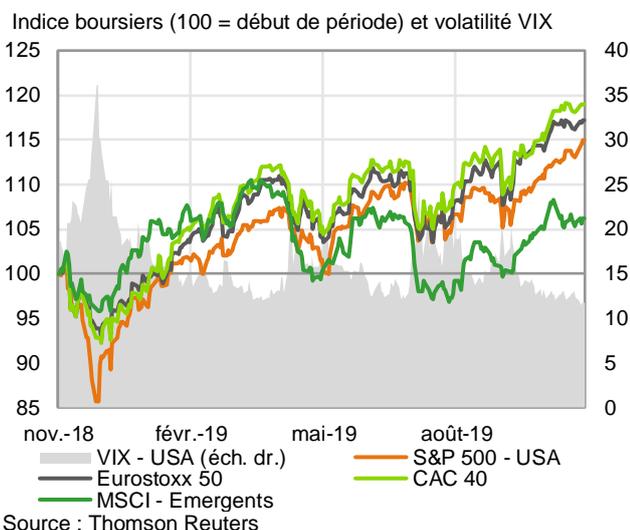
Taux d'intérêt en euro



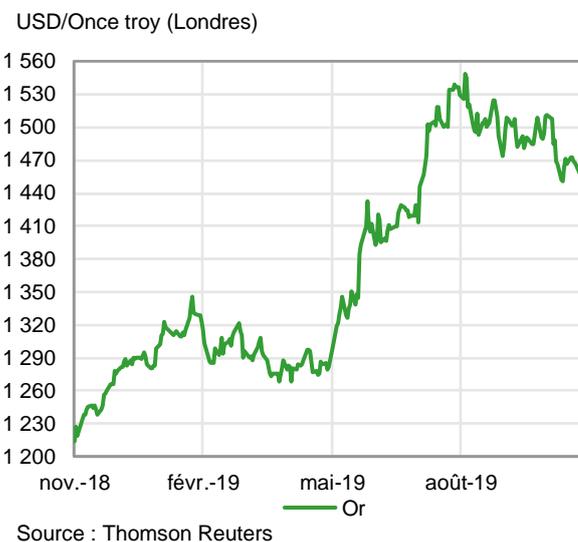
Spreads souverains européens avec le Bund



Marché actions

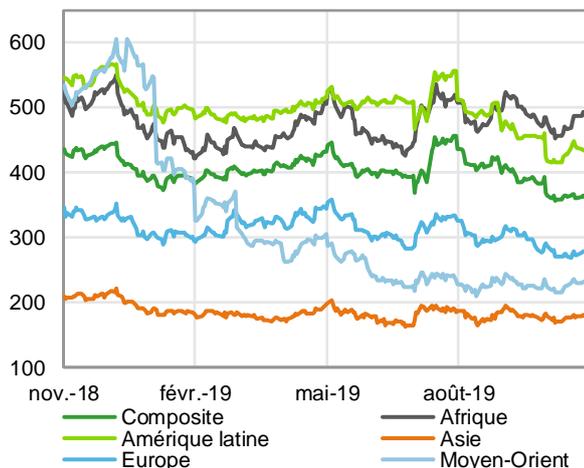


Cours de l'once d'or



Spreads souverains émergents avec le T-Bond

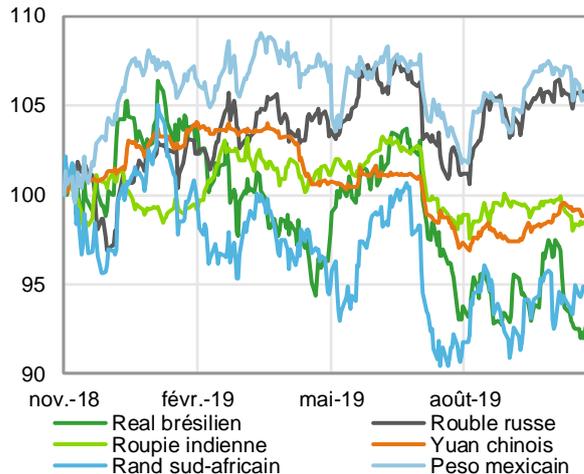
Indices EMBI+ (pdb, dette en USD de plus d'un an)



Source : JP Morgan

Devises émergentes

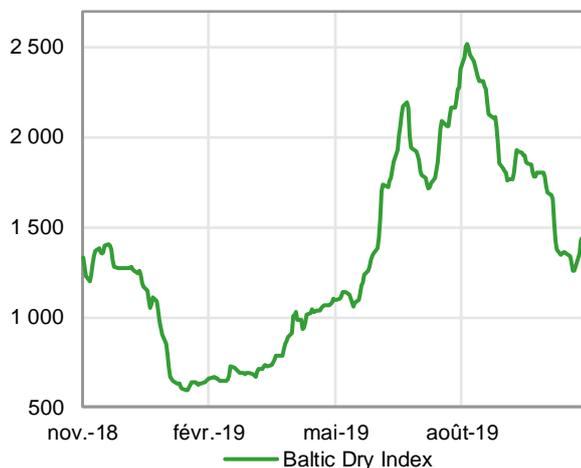
/USD (indice 100 = début de période)



Source : Thomson Reuters

Coût du transport maritime de vrac sec

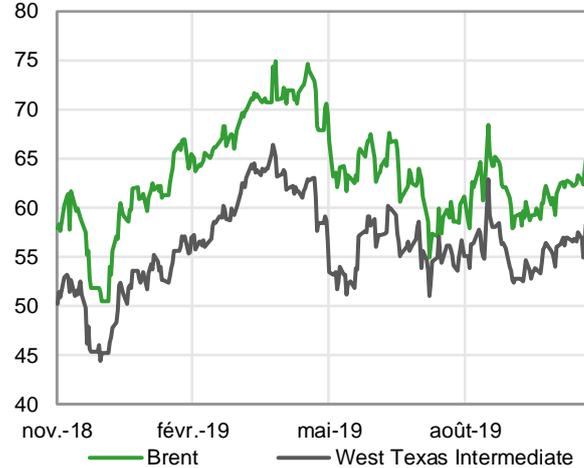
Baltic Dry Index (USD/point)



Source : Baltic Exchange

Cours du baril de pétrole brut en USD

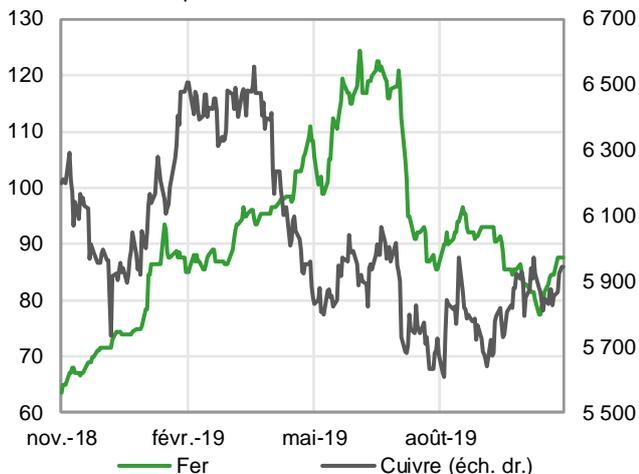
Brent (mer du Nord) et WTI (golfe du Mexique)



Source : Thomson Reuters

Cours des métaux

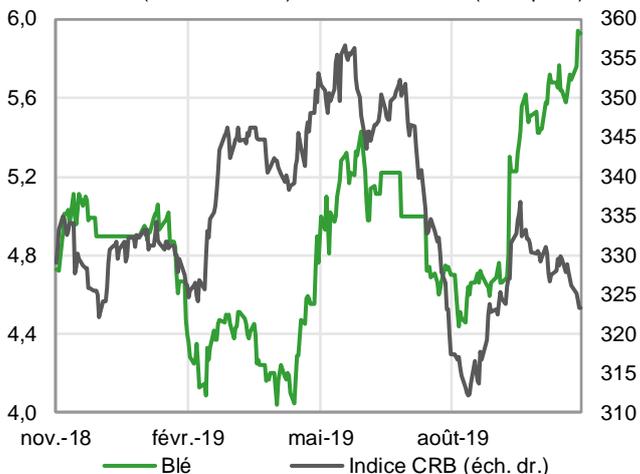
USD/tonne métrique



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 – 9 octobre 2019

Une fragile ligne de flottaison

Prévisions économiques & financières

Date	Titre	Thème
22/11/2019	<u>Royaume-Uni – Qu'attendre des élections de décembre ?</u>	Royaume-Uni
22/11/2019	<u>Monde – L'actualité de la semaine</u>	Monde
21/11/2019	<u>France – Travail temporaire, tendances à mi-novembre 2019</u>	France, sectoriel
20/11/2019	<u>France – Établissements de santé : tendances à mi-novembre 2019</u>	France, sectoriel
19/11/2019	<u>La pause déjeuner à l'heure de l'innovation</u>	Sectoriel, restauration
15/11/2019	<u>Italie - Scénario 2019-2020 : une croissance qui peine à redémarrer</u>	Italie
15/11/2019	<u>Monde – L'actualité de la semaine</u>	Monde
13/11/2019	<u>Les cent yeux du géant Argos</u>	Monde
08/11/2019	<u>Monde – L'actualité de la semaine</u>	Monde
08/11/2019	<u>Italie – Conjoncture : bilan macroéconomique</u>	Italie
07/11/2019	<u>Allemagne – Situation budgétaire</u>	Allemagne
06/11/2019	<u>Liban : un Printemps arabe à retardement</u>	Liban
04/11/2019	<u>PRISME – L'analyse de la conjoncture et de l'actualité agricole et agroalimentaire du Crédit Agricole</u>	Agri-Agro

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 : Pierre BENADJAOUD, 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 : Tania SOLLOGOUB

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.