

Perspectives

Hebdomadaire – N°20/008 – 17 janvier 2020

MONDE – L'actualité de la semaine

👉 Les marchés obligataires seraient-ils déjà blasés ou de nouveau sceptiques ?

L'événement majeur de la semaine qui s'achève, à savoir la signature de l'accord sino-américain dit « de phase 1 », était certes anticipé de longue date et déjà incorporé par les taux d'intérêt qui avaient, par anticipation, salué l'accord à venir en se redressant nettement fin 2019. À l'instar des marchés actions (qui saisissent toutes les occasions de se réjouir et dont attestent les progressions des indices S&P 500, Eurostoxx 50 et CAC 40 de, respectivement, 1,6%, 0,4% et 1%), les marchés obligataires auraient néanmoins pu témoigner un peu d'enthousiasme à la conclusion d'un accord qui, à défaut d'être complet, a au moins le mérite d'exister.

L'accord entre les États-Unis et la Chine, conforme aux attentes, couvre de nombreux sujets : propriété intellectuelle, transferts de technologie, commerce de biens et notamment de produits agricoles et agro-alimentaires, services financiers, fin de la « manipulation » du taux de change, développement du commerce bilatéral, instance de résolution des conflits. Les États-Unis ont ainsi décidé de réduire de moitié les droits de douane (de 15%) sur 120 milliards de dollars d'importations en provenance de Chine (le reste des droits déjà appliqués ne baisse pas ; pour rappel, en 2018, les importations américaines de biens et de services en provenance de Chine ont atteint, respectivement, 540 et 18 milliards de dollars). Pour sa part, la Chine s'est notamment engagée à importer des États-Unis 200 milliards de dollars de biens et services supplémentaires en 2020-2021 par rapport à 2017, année au cours de laquelle les exportations américaines de biens et services vers la Chine avaient atteint 190 milliards de dollars.

L'accord est (exagérément ?) ambitieux car le montant des achats supplémentaires auquel s'est engagée la Chine en 2020-2021 est substantiel. Il ne couvre évidemment pas les épineuses questions des subventions chinoises et, plus largement, du capitalisme parrainé par l'État chinois. Si cet accord ne préjuge pas d'un possible déplacement des

sujets de discordes, il permet d'espérer une pause dans les tensions.

Tant les minutes de la BCE que des statistiques chinoises et américaines auraient également pu contribuer à réjouir les marchés obligataires.

- ☞ Zone euro : le recul de la production industrielle est en partie compensé par l'activité dans le secteur de la construction3
- ☞ Zone euro : les nouvelles immatriculations confirment la vigueur de la demande domestique.....3
- ☞ Italie : recul des exportations en novembre4
- ☞ R-U : l'inflation CPI de décembre augmente la probabilité de baisse de taux par la BoE5
- ☞ R-U : contraction forte et généralisée de la production manufacturière en novembre.....5
- ☞ Russie : bravo pour la com, mais gare au plébiscite.....7
- ☞ Taiwan : réélection de la présidente en exercice.....9
- ☞ Oman : mort du sultan Qabous, une succession dans la continuité10
- ☞ Tunisie : le gouvernement a été invalidé par le Parlement10
- ☞ Liban : le marché noir de la livre s'étend, les tensions sociales aussi.....10
- ☞ Afrique de l'Ouest : la fin du franc CFA.....11
- ☞ Éthiopie : de bonnes perspectives de croissance11

Notant quelques premiers signes de stabilisation du ralentissement de la croissance, le Conseil des gouverneurs est, en effet, plus optimiste quant à la croissance. Conformément au sentiment général qui s'est dégagé lors de la conférence de presse de décembre, la BCE semble plus confiante sur les perspectives à court terme mais reste prudente sur les perspectives à plus long terme, notamment sur le front de l'inflation. Par ailleurs, les données sur l'activité chinoise (PIB du quatrième trimestre) indiquent une stabilisation de la croissance. La progression du PIB au cours du dernier trimestre 2019 s'est établie à 6% en glissement annuel. Cette hausse est conforme aux attentes et permet à la croissance annuelle d'atteindre 6,1%, un peu en dessous des espérances. Les données de

décembre, avec notamment une croissance plus forte de la production manufacturière et des ventes au détail, surprennent positivement et semblent indiquer une stabilisation de la demande domestique. Aux États-Unis, le rapport sur l'emploi indique que ce dernier a crû de 0,7% en 2019 permettant au taux de chômage de se replier de 0,4 point sur un an à 3,5% (pour un taux de chômage élargi en recul de 0,9 point à 6,7%). La bonne tenue du marché du travail s'est accompagnée de pressions modérées sur les salaires, qui progressent de 2,9% en 2019 soit un recul de 0,2 point par rapport à la hausse enregistrée en 2018, et sur les prix. L'inflation totale accélère, progressant de 0,2% au cours du seul mois de décembre, en raison de la hausse des prix de l'énergie (1,4%), alors que l'inflation sous-jacente progresse de seulement 0,1%. L'inflation, aussi bien totale que sous-jacente, sur un an s'établit à 2,3% en décembre. Par ailleurs, s'il revient sur la stagnation du secteur manufacturier et l'effet négatif qu'exercent les incertitudes liées au commerce international sur une partie des entreprises, le *Beige Book* de la *Federal Reserve* juge la consommation solide (sur

la période considérée *i.e.* les six dernières semaines de 2019) et l'activité bien orientée ; le rapport constate également que l'emploi progresse à un rythme modeste, tout comme les salaires et les prix, alors que le marché du travail reste tendu sur l'ensemble du territoire.

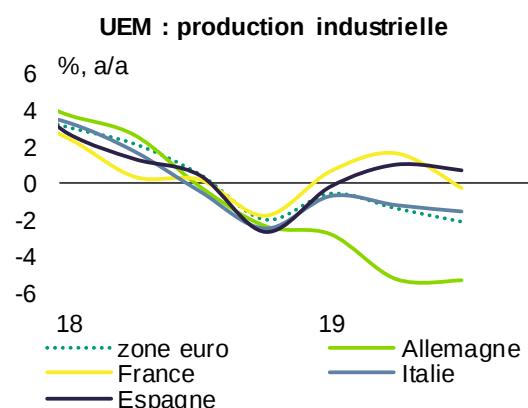
Les taux longs emblématiques (dix ans souverains « ultra sûrs ») ne se sont pourtant pas redressés. À 1,82%, le taux américain est stable sur la semaine, alors que le taux allemand (-0,22%) se contracte de 2 points de base. Les primes de risque des « périphériques » se sont également légèrement écartées. Les marchés obligataires seraient-ils donc déjà blasés en raison de nouvelles économiques plutôt favorables et déjà parfaitement intégrées ? Seraient-ils, *a contrario*, sceptiques jugeant précisément ces nouvelles insuffisantes pour leur faire oublier un environnement international encore anxiogène ? Qu'ils soient blasés ou sceptiques, il faudra que les nouvelles économiques et politiques soient à la fois très positives et très inattendues pour que s'amorce une vraie remontée des taux d'intérêt.

Zone euro

Zone euro : le recul de la production industrielle est en partie compensé par l'activité dans le secteur de la construction

L'indice de production industrielle en zone euro a augmenté de 0,2% au mois de novembre, après une chute de 0,9% le mois précédent. Ce redressement permet de limiter le déclin de la production annuelle à -1,5%, contre -2,8% en octobre. Par typologie de biens, c'est surtout la production de biens intermédiaires (+1,2% sur le mois) qui tire l'indice manufacturier global à la hausse et dans une moindre mesure la production d'énergie (+0,8%). À l'inverse, les productions de biens de consommation durables et non durables ont contribué à baisser l'indice manufacturier, avec des chutes respectives de 0,8% et 0,7%, ce mois-ci. Par pays, on constate un rebond significatif de la production industrielle allemande (+0,9% sur le mois) et espagnole (+1,1%) et dans une moindre mesure, française (+0,3%) et italienne (+0,1%). Sur l'ensemble de la zone, l'acquis de croissance laissé par la production industrielle pour le T4 est de -0,6% en variation trimestrielle, contre une variation effective de -0,8% au T3. Si la production industrielle continue de reculer en rythme annuel dans l'ensemble de la zone, celle-ci enregistre néanmoins une moindre baisse ces deux derniers mois. Dans le même temps, l'indice de production dans la construction a progressé de 0,7% au mois de novembre, après une baisse de 0,5% en octobre. En glissement annuel, la

production dans la construction continue d'augmenter significativement en Allemagne (+5,4%) et en France (+1,6%), tandis qu'elle poursuit son recul en Espagne (-2,8%). En parallèle, les prix de l'immobilier résidentiel atteignent une croissance de 5% (sur un an au T3) en Allemagne et en Espagne et franchissent les 10% au Portugal. En France, les prix de l'immobilier continuent de progresser à un rythme stable de 3% environ, tandis qu'en Italie, ils demeurent en recul.



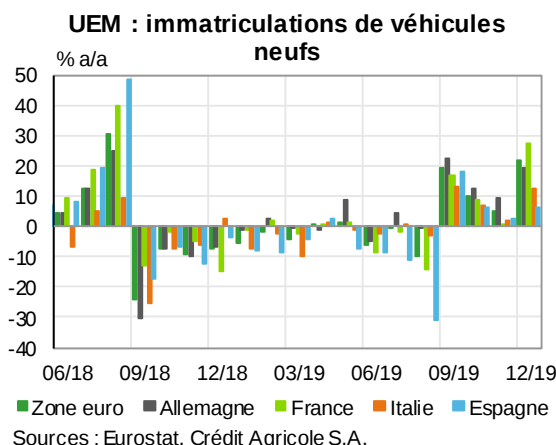
Sources : Eurostat, Crédit Agricole S.A.

Notre opinion – La production industrielle en zone euro remonte timidement en fin d'année, mais la sortie de récession du secteur s'avère plus longue qu'initialement escompté. Le premier semestre de l'année devrait néanmoins conduire à une amélioration graduelle de la situation, notamment sous l'impulsion d'un rebond attendu de l'industrie allemande. Le dynamisme de l'activité dans la construction vient compenser partiellement cette faiblesse du secteur industriel.

Zone euro : les nouvelles immatriculations confirment la vigueur de la demande domestique

Les immatriculations de véhicules neufs ont bondi de 2,9% sur un mois en zone euro en décembre, après avoir chuté de 1,9% le mois précédent. La France et l'Espagne enregistrent des pics de performance en la matière, avec respectivement des inscriptions en hausse de 22% et 13,6% sur le mois. En revanche, la situation s'est détériorée dans les deux pays les plus industrialisés de la zone, avec une chute des immatriculations de 5,3% en Allemagne et de 7% en Italie. En rythme annuel, les immatriculations dans l'ensemble de la zone terminent l'année sur une note assez positive. Le taux de croissance des immatriculations a ainsi progressé de 21,7% en variation annuelle en zone euro, grâce à une hausse des immatriculations françaises (+27,7% sur l'année) et allemandes (+19,5% sur l'année). En Italie et en Espagne, les performances affichées sont moindres, mais

toutefois positives, avec respectivement des hausses de 12,5% et 6% sur l'année.



Sources : Eurostat, Crédit Agricole S.A.

✓ Notre opinion – Les immatriculations de véhicules neufs terminent l'année en hausse soutenue dans la majorité des pays de la zone, en dépit d'une production automobile toujours en repli. Ce phénomène s'explique, d'une part, par le déstockage des volumes précédemment accumulés et, d'autre part, par le recours à une production extérieure qui se retrouve finalement consommée dans les pays cœur de la zone. Le redressement des immatriculations est perçu comme une bonne nouvelle, dans la mesure où il confirme la présence d'une demande domestique encore très satisfaisante, en dépit d'une production automobile encore faible.

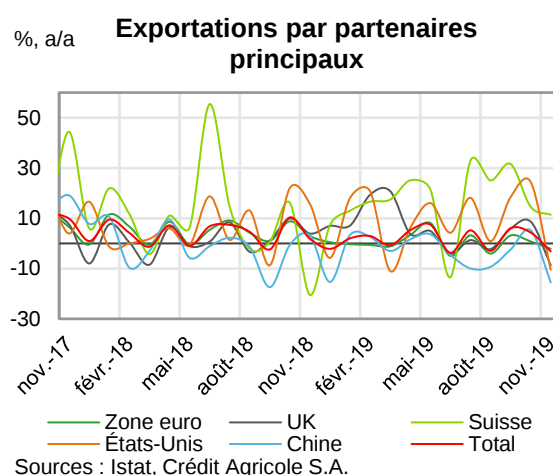
Italie : recul des exportations en novembre

En novembre, les exportations italiennes ont reculé de 4,2% sur un mois, tandis que les importations affichent une variation nulle. La baisse des exportations s'explique par un fort recul des marchés extra-UE (-8,1%), couplé à une baisse plus modérée des marchés UE (-0,9%).

Sur un an, les exportations ont reculé de 3,2%. La baisse concerne les échanges extra et intra-UE (-3,7% et 2,7% respectivement). Les États-Unis (-10,5 %), l'Espagne (-10,8 %), l'Allemagne (-4,5 %), le Royaume-Uni (-8,7 %) et la Chine (-15,5 %) sont les pays qui ont enregistré les plus fortes baisses annuelles, tandis que les ventes à la Suisse (+11,4%), à la France (+2,5 %), au Japon (+17,8 %), à la Belgique (+9,2 %) et à la Turquie (+13,3 %) ont augmenté.

Sur la période de janvier à novembre, la progression des exportations (+2,1 %), par rapport à la même période l'année précédente, a été tirée par les ventes de produits pharmaceutiques et médicaux (+25,8 %), de produits alimentaires, boissons et tabac (+6,3 %), d'articles de maroquinerie, à l'exclusion de l'habillement (+9,2 %) dont les vêtements,

y compris en cuir et en fourrure (+6,8%). En revanche, la cokéfaction et raffinage (-11,3%), les véhicules automobiles (-8,4%) et les équipements électriques pèsent sur la performance des exportations.



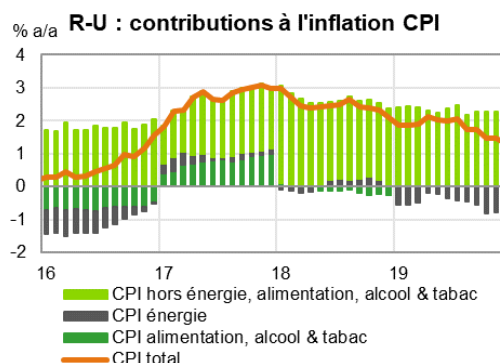
✓ Notre opinion – Les exportations affichent une variation de 1,4% sur le trimestre septembre-novembre. Le niveau des commandes provenant de l'étranger s'améliore depuis trois mois et les enquêtes concernant ces commandes sont plus optimistes au mois décembre. Pourtant, les enquêtes PMI indiquent toujours une contraction et celles menées par ISTAT se retrouvent à des niveaux très bas. Le contexte international ne donne pas des signes solides de redémarrage qui nous pourrait faire attendre une contribution importante du commerce extérieur au T4.

Royaume-Uni

L'inflation CPI de décembre augmente la probabilité de baisse de taux par la BoE

L'inflation CPI a décéléré à 1,3 % en décembre, avec une variation nulle de l'indice sur le mois, depuis 1,5% en novembre. C'est le plus faible taux d'inflation depuis novembre 2016. L'inflation sous-jacente a baissé à 1,4% après une période de stabilité à 1,7% sur les trois mois à fin novembre. Les plus fortes variations à la baisse sont celles de l'inflation des produits alimentaires (à 1,7%, après 2% en novembre), des services de transport (à 1,4%, après 3% en novembre) et des biens industriels hors énergie (0,3%, après 0,5%). En revanche, l'inflation des prix de l'énergie accélère (-0,4%, après -2,3% en novembre), ainsi que celle des prix dans la communication (à 4,3%, après 3,3% en novembre). Sur l'ensemble de l'année 2019, l'inflation totale s'élève à 1,8%, après 2,5% en moyenne en 2018, une modération qui est due

surtout à une baisse des prix de l'énergie et à l'inflation sous-jacente.

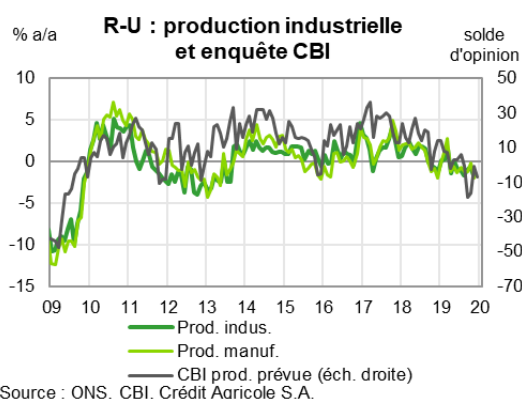


✓ Notre opinion – La faiblesse des chiffres d'inflation renforce la probabilité d'une baisse de taux de la part de la BoE à très court terme. Nous anticipons un tel assouplissement pour le mois de mai en scénario central, sous l'hypothèse d'un rebond de la confiance post-élection, mais cela pourrait intervenir plus tôt et dès ce mois-ci, en particulier si les enquêtes PMI de janvier ne montrent pas d'amélioration notable. Les récents commentaires dovish de la part de membres du comité de politique monétaire suggèrent qu'une baisse de taux est probablement plus proche qu'anticipé.

Contraction forte et généralisée de la production manufacturière en novembre

La production industrielle a enregistré une baisse de 1,2% sur le mois de novembre, tirée par le secteur manufacturier qui s'est replié de 1,7% en variation mensuelle. Dix des treize sous-secteurs manufacturiers enregistrent un repli, selon l'ONS, en particulier l'équipement de transport (-3,4%), les produits chimiques (-4,7%) et les produits alimentaires, boissons et tabac (-1,8%). Sur un an, la production industrielle se contracte de 1,6% et le secteur manufacturier de 2%. Si la production de biens de consommation durables et non durables se replie fortement au mois de novembre (-2% et -1,1% respectivement), elle résiste sur un an (croissance nulle et de 1% respectivement). En revanche, la production de biens d'équipement baisse de 3,3% sur un an, ce qui représente son quinzième mois consécutif de croissance négative, et la production de biens intermédiaires chute de 3,2% sur un an (pour le septième mois consécutif). L'acquis de croissance industrielle pour le quatrième trimestre est fortement négatif, à -0,7%.

Cette semaine, l'ONS a également publié les données du commerce extérieur pour le mois de novembre. Le déficit des échanges de biens a diminué de 5,7 Mds £ en novembre à -5,3 Mds £, grâce à une baisse significative de 11,6% des importations et une hausse de 2,2% des exportations de marchandises.



☑ **Notre opinion** – Les chiffres mensuels du PIB pour le mois de novembre ont montré que la faiblesse dans l'industrie s'est accompagnée d'une baisse de l'activité dans les services de 0,3% en novembre. Dans son ensemble, l'activité s'est repliée de 0,3% sur le mois, avec un acquis de croissance pour le quatrième trimestre de -0,1%, ce qui suggère clairement des risques baissiers sur notre prévision de croissance du PIB de 0,3%, mais aussi sur celle de la Banque centrale d'Angleterre (0,2%). Les enquêtes sur le climat des affaires ne suggèrent pas de rebond à court terme dans l'industrie. L'indice PMI des directeurs d'achat s'est enfoncé un peu plus en territoire de contraction en décembre à 47,5, avec un net repli des anticipations de production (à 45,6, leur plus bas niveau depuis juillet 2012) dû à une baisse des carnets de commandes et de mouvements de déstockage lié au Brexit.

L'incertitude en amont des élections anticipées de décembre a également pesé sur la confiance. En outre, les enquêtes CBI dans l'industrie du mois de décembre ne montrent pas d'amélioration notable, avec des commandes toujours très faibles. Nous anticipons un rebond de la confiance des entreprises en janvier dans le sillage des élections, ce qui semble déjà visible dans l'enquête PMI services de décembre (en hausse à 50, après 49,3 en novembre), mais nous pensons que toute amélioration éventuelle du climat des affaires devrait être temporaire et de courte durée, compte tenu de l'incertitude sur une extension de la période de transition et des risques sur la demande externe.

Europe centrale et orientale, Asie centrale

Russie : bravo pour la com, mais gare au plébiscite...

Quoi que l'on pense de lui, V. Poutine a cette capacité rare à créer la surprise stratégique. Selon Clausewitz, il faut pour cela œuvrer dans la discrétion et agir avec vitesse. Cela a été le cas hier : après quatre-vingts minutes de discours, le président annonce une liste de réformes constitutionnelles, qui seront proposées par référendum. Trois heures plus tard, le gouvernement démissionne, suivi par la nomination d'un parfait inconnu (Wikipédia peine à construire une page !), responsable du service des taxes en Russie, dont on sait surtout qu'il joue au hockey sur glace avec Vladimir. Bon. Que tirer de cela ?

D'abord, la question de la transition présidentielle en 2024 est enfin ouverte, et sans rupture pour l'instant (notamment pour les indicateurs financiers), ce qui est déjà un succès. En fait, la surprise ne vient pas du départ de Medvedev, car, pour être franc, on en parle depuis dix ans. C'est plutôt la façon dont la partie est lancée, qui est réussie pour le pouvoir, car elle permet à Poutine de reprendre la main politiquement. En soi, c'est déjà une information pour les marchés.

Ensuite, il n'y a pas eu de référendum en Russie depuis 1993 (la possibilité de référendum existe, lancée par le président, mais aussi par la population, bien que les conditions demandées dans ce cas de figure rendent cela quasi impossible). Alors, pourquoi un référendum, à l'heure où ce genre d'outil fait peur aux démocraties ? Pour cela, rappelons le contexte politique russe.

Les sondages du centre Levada (l'un des plus sérieux, ancien et indépendant en matière de recherche sociologique) indiquent un taux de popularité de Poutine revenu à 70%, en octobre, après un point bas en mars à 64% (contre 88% en 2014). Donc popularité en baisse sur le long terme, mais maintenue, dans un contexte néanmoins plus fragile, de manifestations répétées depuis deux ans, qui se sont élargies à une partie de son propre électorat, notamment à cause d'une réforme des retraites (tiens, tiens...).

Contestation et surtout lassitude, il était temps de bouger... Mais popularité relative encore élevée, si l'on compare au taux de confiance dans les autres acteurs : 65% pour les gouverneurs d'oblasts, 44% pour le gouvernement, 40% pour la Douma... et 39% pour Medvedev. Sans surprise, ce dernier va donc (pour l'instant) jouer le rôle du Gambit, la pièce d'échec que l'on sacrifie pour gagner. Cependant, Dimitri a peut-être encore un rôle dans la partie de la « transition », à son poste de responsable du Conseil de Sécurité. Intéressant enfin, de noter le niveau élevé de popularité des gouverneurs régionaux, qui sont des acteurs plus importants qu'on ne le croit de la scène politique russe.

La petite histoire de la popularité de V. Poutine

8% des Russes déclarent l'admirer, 24% ressentir une affinité (contre 41% en 2008 – on mesure les effets de la chute de croissance de 2009...) et 30% déclarent ne rien penser de mal. On ajoute à cela 15% de neutres. Que nous disent ces chiffres ? Poutine est apprécié mais pas adoré, comme le pensent certains de ses aficionados de l'Ouest. Pour autant, cette popularité est solide, et selon les mêmes sources, seulement 10% des Russes seraient « fermement » opposés à son action.

Sur quoi repose cette popularité relative ? À l'évidence, aujourd'hui, sur une garantie de stabilité, alors qu'avant 2009, elle était quasi corrélée à la progression du PIB par habitant. Mais depuis 2013, la légitimité du président a changé de nature, et donc le contrat social aussi. Il est à présent, à lui tout seul, devenu une garantie de sécurité, tout comme de stabilité. Le pouvoir russe est donc assis sur un type de légitimité politique bien connue par les sociologues, de nature « royale » (le corps du roi qui incarne le pays) et assez solide historiquement. Mais cela impose aussi une relation proche avec le peuple, de type plébiscitaire (on songe à Napoléon III en France).

Cela s'inscrit enfin dans la conception russe des droits fondamentaux : dans les sondages du même centre Levada, touchant à ce sujet, les questions de sécurité personnelle, mais aussi de protection médicale et d'accès à l'éducation arrivent bien avant la liberté de parole ou d'accès à l'information. Il est d'ailleurs à noter que cette prime à la stabilité est devenue un avantage comparatif pour les investisseurs, dans un monde où l'incertitude est maîtresse.

C'est d'ailleurs aux aspirations profondes des Russes (et à l'appauvrissement en cours de la classe moyenne) que Poutine tente de répondre en annonçant un grand programme de soutien aux familles les plus déshéritées avec enfants. Mais c'est aussi pour prolonger le programme d'aide à la fertilité. Là-dessus, le diagnostic du président est juste : le ralentissement de la croissance potentielle russe, qui est de l'ordre de 1 à 1,5%, est pour partie liée à la démographie. Juste également, l'objectif de vouloir remonter la part de l'investissement dans le PIB à 25% en 2024, qui est la vraie faiblesse d'une croissance trop axée sur la consommation.

En pointant la démographie et l'investissement, Poutine axe donc son programme sur la solidité de la croissance à long terme, et c'est plutôt une bonne nouvelle pour les investisseurs (encore faut-il que cela soit mis en œuvre, car ce n'est pas la première fois que ce genre d'annonce est faite !). Quant à la procédure référendaire, bien qu'elle ne soit pas sans

danger, elle peut autant permettre au président de faire évoluer les institutions dans le sens qu'il a choisi, que de resserrer son contrat personnel direct avec la population. Reste à savoir comment les opposants vont s'emparer de tout cela.

Quid des scénarios de pouvoir ?

Premier constat : Poutine, hier, a fait mentir beaucoup d'analystes, qui s'attendaient à ce que le Premier ministre qui remplacerait Medvedev apparaisse comme son successeur. Ce n'est pas le cas, car il est peu probable que M. Michoustine prenne une quelconque épaisseur politique. Donc pour l'instant, pas de successeur apparent, mais juste un PROCESSUS d'évolution des institutions, mais pas forcément du pouvoir....

Mais cela nous sort du scénario binaire de la succession, et ouvre de nouvelles possibilités, parmi lesquelles les plus nombreuses sont celles dans lesquelles V. Poutine garde le pouvoir. Il est probable que le marché ne voit pas cela d'un mauvais œil, privilégiant la question de la stabilité. Par ailleurs, le processus qui est lancé va bien sûr ouvrir beaucoup de spéculations, mais il achète du temps à V. Poutine, si d'aventure, il était en recherche d'un successeur, ce qui est de moins en moins probable. Enfin, tout cela secoue un peu l'ours endormi, c'est-à-dire que cette opération bien orchestrée a créé un bruit politique face à la question de la lassitude de la population. Donc, plutôt bien joué sur le plan de la communication politique.

Mais une fois encore, dans un contexte agité socialement (selon les critères russes et non français), un référendum qui virerait trop ouvertement au plébiscite pourrait devenir un sujet dangereux pour le pouvoir, confronté à la nécessité

de contrôler tout cela, pour que les choses se passent de façon ordonnée.

Autres informations importantes : si les réformes sont mises en œuvre, les pouvoirs de la présidence se réduiraient, les mandats seront limités ; tandis qu'à l'opposé, les pouvoirs du Parlement devraient un peu augmenter. Enfin, seront exclus de l'élection présidentielle tout individu n'ayant pas vécu en Russie dans les vingt-cinq dernières années. *Exit*, donc, la possibilité d'une arrivée à la présidence d'un opposant de l'extérieur. Mais *exit* également, les scénarios plus affichés d'évolution de régime vers une présidence à vie, du type chinois.

Le pouvoir russe semble donc attaché à ce que l'on appelle ces derniers temps une démocratie illibérale, concept trouble – et troublant – qui reste à préciser...

Pour l'instant, le scénario central des analystes serait donc que V. Poutine gouverne à partir d'une présidence de ce fameux Conseil d'État, vieil organisme créé en 2000, et qui prend tout à coup une stature d'organe constitutionnel, du type *Politburo*. Cela ouvrirait la voie à un futur gouvernement de technocrates, Vladimir gardant la main sur les affaires étrangères et l'orientation profondes des choses.

Ce serait un scénario sans grande rupture qui aurait l'avantage de prolonger le contrat de stabilité avec la population et les investisseurs, mais qui, au fond, offrirait aussi peu de nouveauté, donc sans doute guère plus de croissance. Poutine pourrait même redevenir Premier ministre, ce qui est évoqué par certains analystes, mais franchement, il est plus habile sur les questions de politique étrangère que de gestion interne. Et il le sait à coup sûr !

✓ Notre opinion – À ce jour, l'aspect communication de l'opération institutionnelle russe n'a pas été mal géré et d'une certaine façon, V. Poutine reprend la main sur le calendrier politique. Il s'ouvre de nouvelles possibilités de rester au pouvoir et oriente la discussion publique vers ces scénarios-là, plutôt que vers la recherche d'un successeur. Par ailleurs, il affiche à la fois un programme beaucoup plus social, mais aussi une opération de type démocratique dans un régime de type autocratique. Et tout cela fait plutôt écho à ce que l'on sait des aspirations de la population. Enfin, cela donne aux marchés la sensation d'un processus sous contrôle, quelle qu'en soit l'issue.

Mais les points d'incertitude existent, évidemment. D'une part, le programme social ne servira pas à grand-chose, si la croissance reste faible, ce qui nourrit la grogne politique. D'autre part, la tenue d'un référendum n'est jamais simple, même dans un pays classé comme « semi-autoritaire ». Il y a là une forme de prise de risque, d'autant que cela peut sans doute virer à un exercice plébiscitaire. Or, dans ces cas-là, l'enjeu n'est pas seulement le résultat, mais aussi le taux de participation et le respect des votes.

Au final, il est surtout probable que le pouvoir russe continue à se resserrer, se recentrer. Dans cette optique, V. Poutine reste en maîtrise de l'échiquier. Il est également probable que dans le contexte géopolitique global troublé, le pouvoir russe continue à faire de la sécurité du pays une priorité derrière le dessein institutionnel qui se reconstruit. Là encore, cela milite dans le sens d'un resserrement du pouvoir autour de la figure de Poutine.

Asie

Taïwan : réélection de la présidente en exercice

Le scrutin présidentiel qui s'est déroulé le 11 janvier a débouché sur la victoire de la présidente Tsai, renouvelée dans ses fonctions pour quatre années supplémentaires. Le Parti démocrate progressiste (DPP) qu'elle représente a parallèlement obtenu la majorité des sièges au Parlement. La relation avec le continent a été au cœur du scrutin. La candidate sortante a maintenu son engagement pour la défense des libertés, de la démocratie et la reconnaissance des particularismes locaux. À l'inverse, le candidat d'opposition Han, représentant le Guomindang, a promu une relation plus étroite avec Pékin, qu'il présente comme un gage de prospérité pour l'île. La campagne a été particulièrement marquée par les événements de Hong Kong. L'élection s'est déroulée alors que l'île semble bénéficier d'une conjoncture économique assez favorable. La croissance du PIB s'est maintenue en 2019 à 2,5%, portée par le dynamisme des investissements (+6,8%) et la résilience des exportations (+0,8%), malgré les tensions commerciales sino-américaines. Le premier est stimulé par une politique volontariste du gouvernement en faveur du développement des entreprises sur le territoire. Elle s'exprime en particulier par le biais d'incitations à la modernisation des industries, de programmes encourageant l'innovation et de mesures de soutien aux PME. L'amorce d'un nouveau cycle du secteur manufacturier électronique, lié au développement global de la 5G, implique d'ailleurs un effort important de mise à niveau de l'outil productif de l'île, leader mondial dans le domaine. La seconde s'explique par une très forte hausse des exportations vers les États-Unis qui compense le repli des exportations vers le continent, très marqué au premier semestre 2019. Ces différentes composantes sont par ailleurs toutes affectées par un mouvement de relocalisation d'activités productives sur l'île, dans un contexte d'érosion de la compétitivité salariale et de sanctions commerciales touchant le continent. L'année 2020 devrait voir cette dynamique perdurer, avec un rebond des échanges à l'aune de l'accord partiel Chine-États-Unis. Une relative modération de la croissance des investissements semble néanmoins prévisible.

La relative prospérité économique ne semble néanmoins pas se traduire par une expansion de la consommation des ménages. Celle-ci demeure sensiblement inférieure à la croissance et progresse de seulement 2% par an en moyenne, ces dernières années. En effet, si le chômage demeure sensiblement inférieur à 4% de la population active, la progression des salaires est très limitée. Par conséquent, si l'inflation reste contenue autour de 1% par an, les exportations constituent encore le principal moteur de l'activité économique et représentent toujours 60% du PIB. Le marché intérieur demeure donc marginal et peu dynamique.

Les autorités devraient probablement se satisfaire de la situation économique de l'île et aucune inflexion majeure de politique monétaire ou budgétaire n'est à prévoir à court ou moyen terme. Le taux directeur restera vraisemblablement à son niveau actuel assez accommodant de 1,4%, tandis que l'administration Tsai est prudente dans sa gestion des dépenses publiques.

Les principaux risques pesant sur Taïwan proviennent de l'exposition de l'île aux cycles manufacturiers, du fait de la concentration de son activité sur les exportations et sur un nombre restreint de secteurs industriels (électronique en particulier) ou aux aléas de sa relation avec Pékin. Au-delà de ces éléments, le territoire dispose de nombreuses forces qui limitent les chocs potentiels pouvant l'atteindre et lui assurent une grande résilience éventuelle. Parmi ces forces on peut noter, vis-à-vis de l'étranger d'abord, une balance courante excédentaire à hauteur de 10% du PIB, une position extérieure nette positive à hauteur de deux années de PIB ou encore des réserves en devises couvrant dix-neuf mois d'importations. Le gouvernement quant à lui présente un déficit budgétaire d'environ 1% chaque année ce qui lui permet de maintenir la dette publique à un niveau un peu inférieur à 30% du PIB. Ainsi, si le pays est particulièrement exposé à des risques externes spécifiques, il dispose d'une certaine robustesse et d'importantes marges de manœuvre pour y faire face.

 **Notre opinion** – La réélection de Tsai est perçue par les investisseurs comme un élément important de continuité dans la gestion de Taïwan. L'île semble sur une bonne dynamique d'expansion économique et la croissance du PIB devrait perdurer, légèrement au-delà de 2% par an pour les années à venir.

Afrique du Nord, Moyen-Orient

Oman : mort du sultan Qabous, une succession dans la continuité

Le sultan Qabous est mort à l'âge de soixante-dix-neuf ans après cinquante ans de règne et il a nommé son cousin Haitham ben Tarek al Saïd, âgé de soixante-cinq ans, comme son successeur sur le trône. Plusieurs fois ministre, ses premières déclarations ont été de réaffirmer la continuité de la politique extérieure du pays et son rôle d'intermédiaire diplomatique, c'est-à-dire : neutralité, diplomatie et bonnes relations de voisinage avec les pays frontaliers (Iran, Arabie, pays du Golfe).

Les défis que devra affronter le nouveau chef de l'État sont élevés. L'État et le secteur pétrolier n'ont plus à eux seuls les moyens de soutenir la croissance et de contenir le chômage par l'embauche de milliers de fonctionnaires pour les jeunes arrivant sur le marché du travail. Le pays doit aussi s'adapter à la nouvelle réalité d'un prix du pétrole moins élevé que dans le passé et qui l'a rendu très dépendant des financements externes pour combler les déficits.

Notre opinion – La succession pourrait être l'occasion pour le nouveau dirigeant de prendre des mesures urgentes de redressement de l'économie. À ce stade, rien n'a filtré de la nouvelle politique économique du palais, en raison de la période de deuil national. Le nouveau sultan devra rapidement réaliser l'urgence à redresser les déficits jumeaux par une politique fiscale plus resserrée, après les nombreux décalages d'introduction de la TVA au cours des années passées, tout en évitant une récession cette année et en 2021.

Tunisie : le gouvernement a été invalidé par le Parlement

La proposition d'un gouvernement « technocratique » sous la direction du Premier ministre H. Jemli, un ancien secrétaire d'État proche du parti islamiste Ennahda n'a pas été approuvée par le Parlement. De nombreux députés ont reproché au Premier ministre une trop forte proximité avec le parti Ennahda, et ce malgré une

composition de personnalités majoritairement indépendantes et technocratiques. Le président Saïed va donc devoir trouver un autre Premier ministre, sans doute plus rassembleur et apte à former un gouvernement acceptable par l'Assemblée.

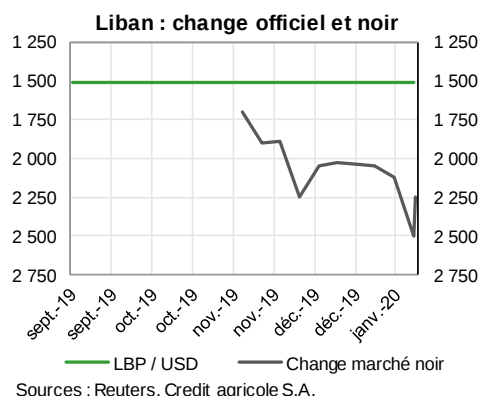
Notre opinion – C'est un camouflet pour le président du Parlement Ghannouchi et le parti Ennahda qui avaient suggéré ce choix de Premier ministre. Ceci altère également un peu l'image de modèle démocratique du pays pour le Moyen-Orient, d'autant que cette invalidation intervient trois mois après les élections. En cas de nouvel échec, cela pourrait aboutir à de nouvelles élections législatives. Le président pourrait alors mettre sur pied dans l'urgence un parti politique à son image, afin de sécuriser un vote favorable au gouvernement.

Liban : le marché noir de la livre s'étend, les tensions sociales aussi

La cours de la livre libanaise au marché noir s'écarte de plus en plus du cours de change fixe officiel établi à 1 500 livres par dollar depuis 1996. Début 2020, le 13 janvier, le cours a franchi temporairement le seuil symbolique de 2 500 livres par dollar américain, établissant ainsi la décote à 40% par rapport au cours officiel, alors que cette dépréciation n'atteignait « que » 24% fin 2019. Les risques politiques internes, la géopolitique régionale et l'absence de gouvernement pèsent fortement sur le change. Mais c'est, bien sûr, surtout les difficultés économiques et financières du pays, surendetté et ayant perdu la confiance des déposants et des investisseurs, qui a provoqué cette chute sur le marché noir.

Selon la Banque centrale, les réserves en devises hors titres souverains ont baissé de 3% à 43,5 Mds USD en novembre dernier, une baisse parallèle à la poursuite de la dégradation du change. Étonnamment, les ventes d'or se sont élevées à 300 M USD entre octobre et novembre. Par ailleurs, la Banque centrale a exprimé le souhait de restructurer la dette souveraine (notamment

les échéances de titres obligataires de 2,5 Mds USD entre avril et juin prochain). À Beyrouth et dans d'autres grandes villes, la population a de nouveau manifesté violemment son mécontentement contre l'absence de gouvernement depuis presque trois mois et contre les mesures très restrictives de retrait des dépôts bancaires, notamment en dollar.



Notre opinion – L'impasse politique actuelle est dramatique, car elle cristallise l'instabilité sociale.

Afrique sub-saharienne

Afrique de l'Ouest : la fin du franc CFA

Le président de la République, Emmanuel Macron, et le président de Côte d'Ivoire, Alassane Ouattara, ont annoncé la fin du franc CFA pour les huit pays de l'Union économique et monétaire d'Afrique de l'Ouest (UEMOA) : le Bénin, le Burkina Faso, la Côte d'Ivoire, la Guinée-Bissau, le Mali, le Niger, le Sénégal et le Togo. Les six pays d'Afrique centrale ne sont pour l'instant pas concernés par cette réforme.

Né en 1945 sous le nom de franc des colonies françaises d'Afrique, le franc CFA sera remplacé par l'Eco. Ce changement de nom sera accompagné de deux réformes techniques. D'une part, le compte d'opération à la Banque de France sera supprimé. C'est-à-dire que la Banque centrale des États d'Afrique de l'Ouest (BCEAO) n'aura plus besoin de stocker au minimum 50% de ses réserves de change auprès de la Banque de France en contrepartie d'une garantie de convertibilité avec l'euro. D'autre

part, les représentants français ne siégeront plus au sein des instances de gouvernance. La France ne nommera plus aucun représentant au Conseil d'administration et au Comité de politique monétaire de la BCEAO, ni à la Commission bancaire de l'UEMOA.

Certains fondamentaux du franc CFA vont être conservés afin de garantir la stabilité macro-économique et monétaire de la zone UEMOA. La parité fixe avec l'euro du franc CFA, futur eco, est maintenue (1 euro = 655,96 francs CFA) afin d'éviter les risques d'inflation. DE plus, le rôle de la France est transformé en celui de garant financier, où la BCEAO pourra se procurer les euros nécessaires, si elle fait face à un manque de disponibilité pour couvrir ses engagements en devises.

Cette réforme aura un effet immédiat après la signature d'un nouvel accord de coopération monétaire.

✓ Notre opinion – Cette réforme, qui entrera en vigueur en 2020, instaurera une nouvelle relation avec la France. L'eco ne signifie pas une rupture totale avec la France, mais semble être la voie vers un nouveau partenariat avec des États africains francophones. Cette rupture partielle est interprétée comme une véritable émancipation économique et monétaire. La BCEAO trouvera une gestion plus autonome avec le retrait des représentants français et sera libre de réaliser les placements d'actifs de son choix.

Cependant, cette rupture peut sembler partielle. En effet, la future monnaie conservera sa parité fixe avec l'euro. Or, cette parité est l'une des caractéristiques du franc CFA les plus critiquées. En effet, l'euro qui est perçu comme une monnaie forte, semble poser des problèmes pour les zones qui sont beaucoup moins compétitives. Ils doivent donc en priorité stimuler la croissance économique et l'emploi, plutôt que lutter contre l'inflation.

Éthiopie : de bonnes perspectives de croissance

La Banque centrale éthiopienne (BCE) prévoit une croissance du PIB dynamique pour l'année 2019-2020. Elle s'attend à une croissance économique de 10,8%, soit une performance supérieure de 3,9 points par rapport à 2018. L'agence de rating Moody's, quant à elle, table pour une croissance du PIB moyenne de 9% dans les années à venir.

Cette performance repose quasi exclusivement sur une politique ambitieuse d'investissements publics dans les infrastructures, politique déclinée dans des plans quinquennaux. Abiy Ahmed, le Premier ministre, a dévoilé des plans visant à développer le

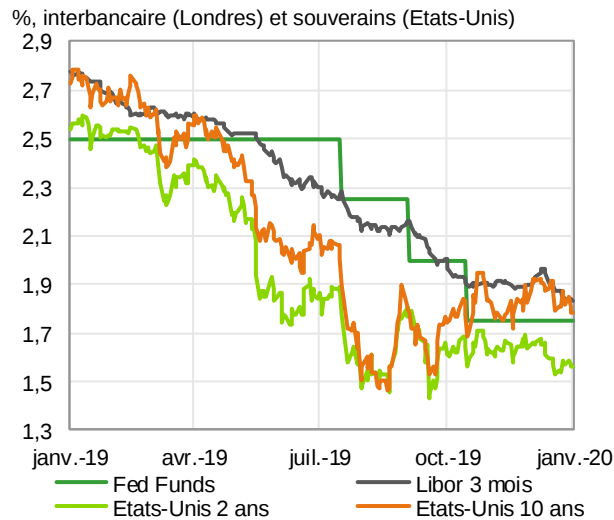
secteur manufacturier du pays (avec la création de parcs industriels) et des réformes d'ouverture des secteurs économiques aux investisseurs internationaux. Ainsi, les secteurs-clés comme la production industrielle devraient connaître une croissance estimée à 12,6%, le secteur des services à 11% et l'agriculture à 3,3%.

L'ensemble de ces programmes devrait contribuer à diminuer le taux de pauvreté (dont le taux d'alphabetisation qui est de 51,8% en 2017), à davantage dynamiser l'économie et à participer à l'essor du pays.

✓ Notre opinion – Si l'Éthiopie est l'un des pays africains les plus performants en termes de croissance économique, sa stratégie de développement a entraîné d'importants déséquilibres macro-économiques avec notamment un creusement du déficit courant, une hausse de la dette publique et une grande fragilité des réserves. La dette publique est passée de 56,5% du PIB en 2015 à 60,6% en 2018 et expose le pays à un risque de surendettement.

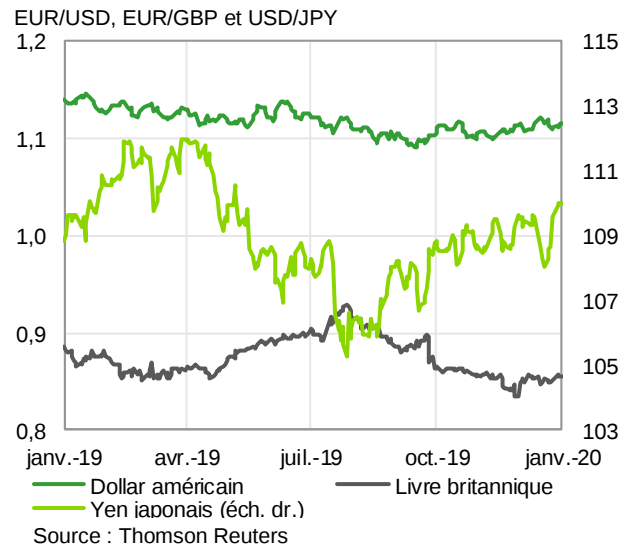
Tendances à suivre

Taux d'intérêt en dollar américain



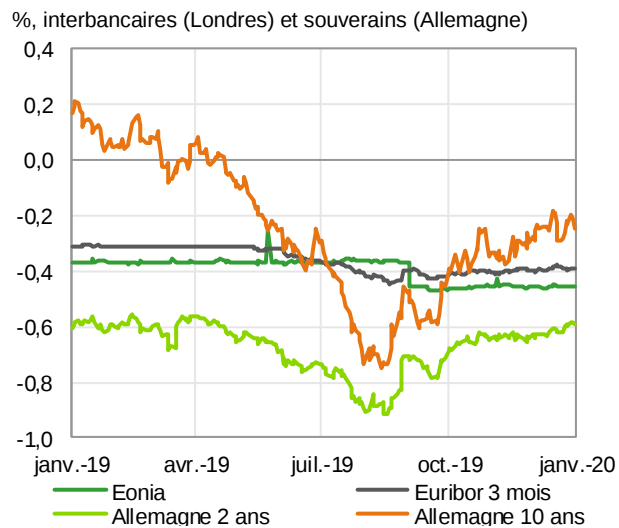
Source : Thomson Reuters

Taux de change des principales devises



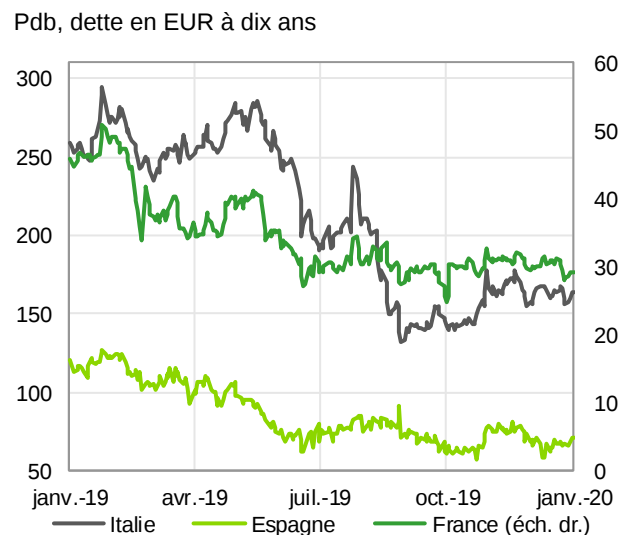
Source : Thomson Reuters

Taux d'intérêt en euro



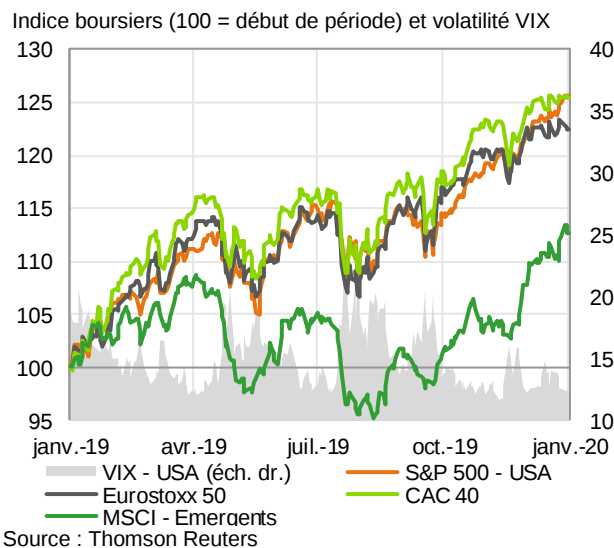
Source : Thomson Reuters

Spreads souverains européens avec le Bund



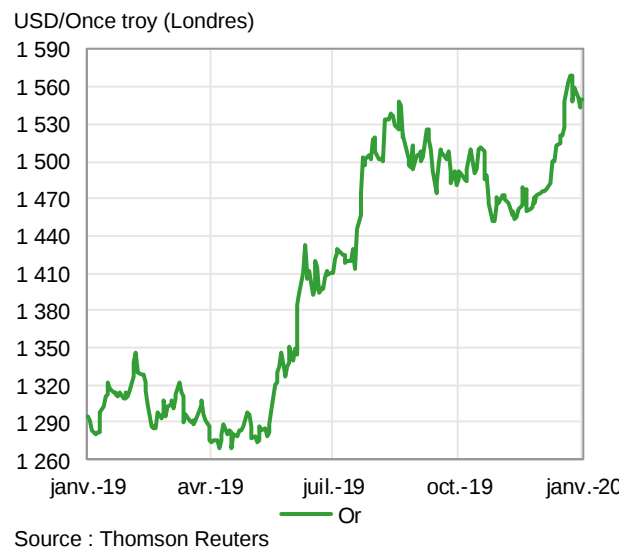
Source : Thomson Reuters

Marché actions



Source : Thomson Reuters

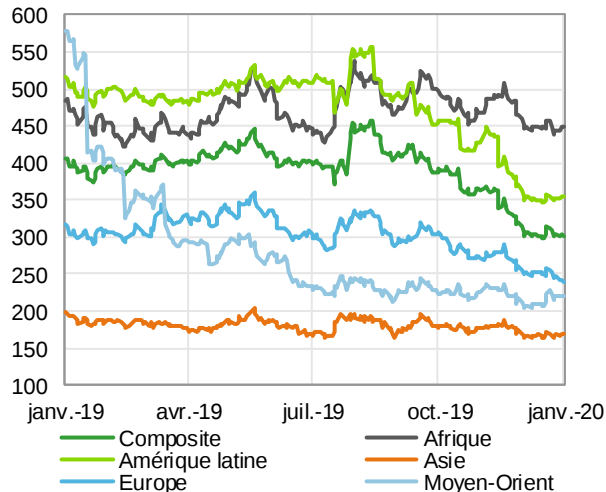
Cours de l'once d'or



Source : Thomson Reuters

Spreads souverains émergents avec le T-Bond

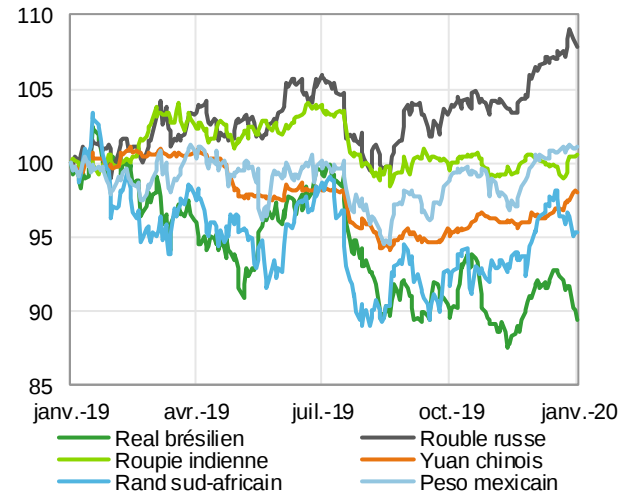
Indices EMBI+ (pdb, dette en USD de plus d'un an)



Source : JP Morgan

Devises émergentes

/USD (indice 100 = début de période)



Source : Thomson Reuters

Coût du transport maritime de vrac sec

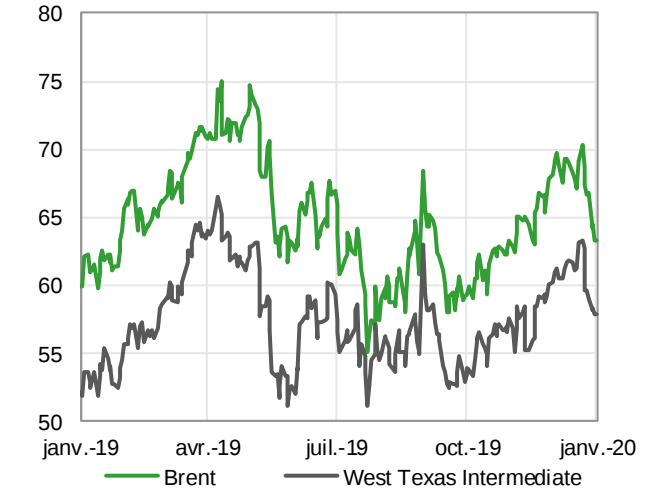
Baltic Dry Index (USD/point)



Source : Baltic Exchange

Cours du baril de pétrole brut en USD

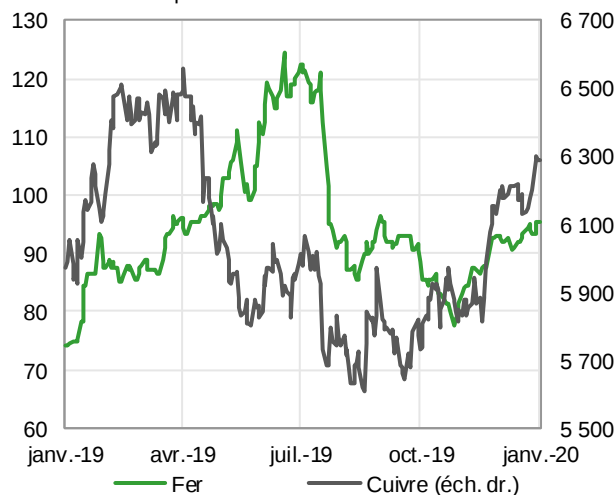
Brent (mer du Nord) et WTI (golfe du Mexique)



Source : Thomson Reuters

Cours des métaux

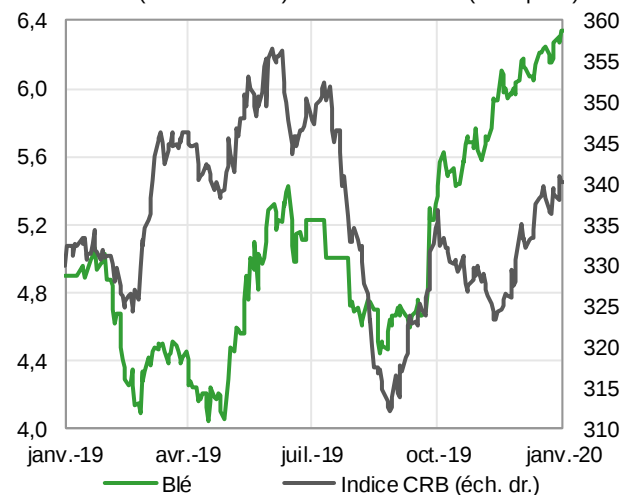
USD/tonne métrique



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 2020-2021 – 20 décembre 2019

Un équilibre délicat

Prévisions économiques & financières

Date	Titre	Thème
14/01/2020	<u>Allemagne – Scénario 2020-2021 : une lente sortie de récession du secteur industriel</u>	Allemagne
14/01/2020	<u>France – Scénario 2020-2021 : en 2020, la croissance continuera de reposer sur la demande intérieure</u>	France
06/01/2020	<u>PRISME – L'analyse de la conjoncture et de l'actualité agricole et agroalimentaire du Crédit Agricole</u>	Agri & agro
20/12/2019	<u>Monde – L'actualité de la semaine</u>	Monde
19/12/2019	<u>Podcast : Le boom de l'immobilier est-il durable ?</u>	France, immobilier
18/12/2019	<u>Russie : « les robinets sont ouverts »</u>	PECO
18/12/2019	<u>France – Travail temporaire, tendances à mi-décembre 2019</u>	France, sectoriel
13/12/2019	<u>Monde – L'actualité de la semaine</u>	Monde
06/12/2019	<u>Monde – L'actualité de la semaine</u>	Monde
04/12/2019	<u>Taux bas : appréhender l'incompréhensible, admettre l'impuissance</u>	Europe
02/12/2019	<u>France – L'horizon s'éclaircit pour l'industrie manufacturière</u>	France
27/11/2019	<u>Guerre commerciale : quelle méthode d'analyse utiliser pour ne pas avoir le tournis ?</u>	Monde
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
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

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 : Tancrede POLGE

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.