Perspectives

Hebdomadaire – N°19/018 – 1er février 2019

MONDE – L'actualité de la semaine

Des marchés sceptiques malgré une Fed patiente et pragmatique

Sans surprise, la *Federal Reserve* a maintenu sa fourchette cible actuelle de 2,25% à 2,50% lors de la réunion du *Federal Open Market Committee* (FOMC) du 30 janvier. Selon le FOMC, le scénario économique le plus probable est toujours celui d'une expansion soutenue de l'activité économique, de conditions favorables sur le marché du travail couplées à une inflation proche de l'objectif symétrique de 2%. Si les données macro-économiques sont solides, les risques susceptibles de peser sur l'économie mondiale se sont en revanche accrus (notamment l'incertitude relative aux tensions commerciales internationales et au *Brexit*). Le FOMC a donc abandonné l'évaluation précédente selon laquelle les risques entourant les perspectives économiques étaient limités : l'orientation de la politique monétaire, donc le *statu quo*, sont appropriés. La politique future se voulant très dépendante des données économiques « au fil de l'eau », la *Fed* a abandonné ses prévisions de « hausses de taux progressives ». Le comité fera preuve de patience dans la détermination des ajustements futurs du taux des *Fed Funds*. Or, le FOMC n'a pas seulement évoqué sa politique de taux directeurs, mais également celle de la gestion du bilan de la Banque centrale : si le taux des *Fed Funds* reste le principal outil de politique monétaire, le FOMC est disposé à ajuster les paramètres de sa politique quantitative (taille et composition) nécessaires à l'achèvement de la normalisation du bilan à la lumière de l'évolution de la situation économique et financière. Un système de réserves dites « abondantes » sera calibré pour satisfaire la demande des banques. À cet égard, le président de la *Fed*, Jerome Powell, a évoqué une série d'enquêtes récemment menées par la *Fed* dans lesquelles les banques, les *primary dealers* et les grands gérants d'actifs ont été interrogés sur la taille appropriée des réserves au bilan de la *Fed*. Les sondages ont indiqué que le niveau jugé adéquat de réserves serait probablement plus élevé qu'estimé il y a un an. La souplesse dont fait montre la *Fed* semble indiquer que la réduction de son bilan pourrait s'achever plus tôt que cela n'était anticipé. La *Fed* tient donc un discours pragmatique qui suggère, d'une part, que ses taux peuvent demeurer inchangés pendant encore plusieurs mois (une hausse cet été reste aujourd'hui probable) et qu'une sortie anticipée de la réduction de son bilan n'est pas impossible, allégeant ainsi les pressions exercées sur le Trésor.

Et pourtant… Ce ton « bienveillant » peine à rassurer des marchés financiers inquiets, s'interrogeant sur l'ampleur du ralentissement mondial, alors même que les perspectives américaines restent solides. Les taux (souverains dix ans) américains se replient ainsi de plus de 10 pb pour excéder péniblement 2,60%. Quant aux taux allemands (à 0,15%), leur baisse prolonge une tendance qui, malgré d'évidents soubresauts, se dessine depuis un an. Il semble lointain le « pic » (petit pic) à 0,80% du début 2018, quand la croissance était florissante, les doutes sur sa vigueur encore discrets et que le risque planant sur la conjoncture de la zone euro semblait alors être, selon les marchés, les contraintes pesant sur les capacités de production. Les marchés ont certes été déçus par la croissance de la zone euro et les dernières données d'enquête. Or, bien qu'en repli, la croissance de la zone euro pourrait encore avoisiner 1,50% en termes réels (robuste malgré une contribution nette négative des échanges extérieurs). Alimenté par les doutes sur la croissance (et non plus par la crainte d'un resserrement violent des conditions financières), le mouvement de reflux des taux souverains *core* ne peut cette semaine être imputé à une vague irrépressible d'aversion au risque, fatale à tous les segments plus exposés des marchés. Les marchés actions, obligataires *corporate* et émergents progressent, alors que les primes de risque des souverains périphériques de la zone euro se tendent seulement légèrement.

- *France : PIB, quatrième trimestre, une croissance du PIB légèrement meilleure qu'attendu.....2*
- *Nouvelle déception à la lecture des enquêtes d'activité de janvier en zone euro.....3*
- *Stabilisation du taux de chômage en décembre sous l'effet d'une croissance plus incertaine.....3*
- *Le PIB de la zone euro perd en vigueur au T4 2018.....4*
- *Turquie : à la recherche du retournement de cycle.....5*
- *Chine : toujours gris.....6*
- *Chine : nouvelle loi sur les investissements étrangers.....6*
- *Mexique : PEMEX ou « qui de l'œuf ou de la poule… »7*
- *Arabie saoudite : probable inscription du pays sur une liste noire de l'UE.....8*
- *Irak : un budget 2019 très peu responsable 8*
- *Liban : un nouveau gouvernement pour redresser un pays qui dérive.....8*
- *République démocratique du Congo : le pays a (enfin) un président.....9*
- *Nigéria : une augmentation de 50% du salaire minimum.....9*

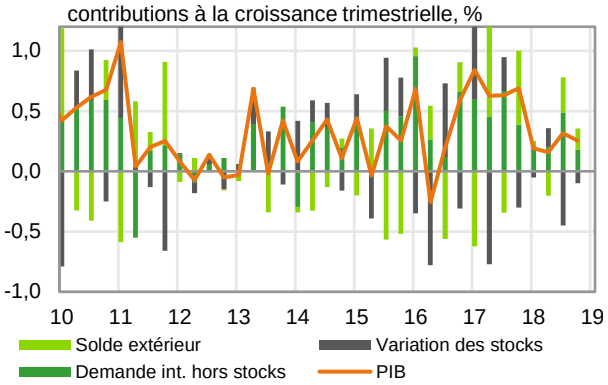
Zone euro

☞ France : PIB, quatrième trimestre, une croissance du PIB légèrement meilleure qu'attendu

Au quatrième trimestre 2018, le PIB en volume progresse de 0,3% en variation trimestrielle, un rythme similaire à celui du trimestre précédent. Notre prévision était celle d'une croissance de 0,2% sur le trimestre. La croissance du quatrième trimestre trouve sa source principale dans la contribution du commerce extérieur (+0,2 point), tandis que la contribution de la demande interne est plus modeste (+0,1 point) et les variations de stocks pèsent, modérément, sur la croissance (-0,1 point).

Plus précisément, la consommation des ménages connaît un net freinage (+0,0%, après +0,4%). Cela était assez largement anticipé eu égard à l'impact de la crise des gilets jaunes sur cette composante du PIB. Pour rappel, nous estimions l'impact des événements du mois de décembre à une perte d'environ 0,2 point de croissance sur le PIB au quatrième trimestre. En effet, par exemple, le secteur du tourisme est impacté, avec des annulations dans les hôtels, en particulier par la clientèle étrangère qui a tiré le secteur sur la période récente. De même, le trafic aérien souffre d'annulations. On peut aussi penser au secteur de la distribution, avec des baisses de chiffre d'affaires importantes sur les achats de Noël (-30%, voire -40%). Par effet de bord, cela impacte la consommation. Ainsi, au T4 la consommation des ménages en biens se replie à nouveau (-0,7%, après +0,3%), mais la consommation de services demeure plus soutenue (+0,5% après +0,4%). Par ailleurs, l'investissement des entreprises est peu dynamique et connaît un freinage par rapport au trimestre précédent (+0,5%, après +1,5%) et l'investissement des ménages demeure atone (+0,1%, après -0,1%). Concernant les composantes du commerce extérieur, les importations rebondissent en fin d'année après une faible dynamique depuis le début l'année (+1,6%, après -0,6%). De même, les exportations connaissent un net rebond, (+2,4%, après +0,2%). Ce rebond étant de nature assez ponctuelle et non durable, car lié essentiellement au calendrier de livraison de matériels dans le secteur aéronautique et naval.

France : croissance du PIB



Source : Insee, Crédit Agricole S.A.

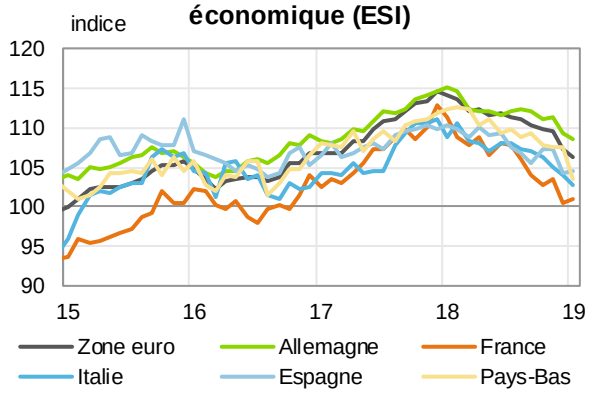
☑ **Notre opinion –** *Au global, après une croissance du PIB en volume de 2,3% sur l'année 2017, le ralentissement se confirme. La croissance en 2018 repose assez largement sur la contribution du commerce extérieur (+0,6 point), compte tenu d'une faible dynamique des importations. Elle repose également sur la demande intérieure hors stocks (+0,9 point). En revanche, la contribution des stocks est largement négative (-0,5 point). En outre, par rapport à 2017, on observe un freinage des principales composantes ; les exportations (+3,1%, après +4,7%), la consommation des ménages (+0,8%, après +1,1%) et l'investissement des entreprises (+3,8%, après +5,2%). Au total, en moyenne sur l'ensemble de l'année, la croissance s'établit donc à 1,5%. Ce chiffre du PIB laisse notre scénario de croissance inchangé au-delà et on attend 1,6% de croissance en 2019 et 1,5% en 2020.*

À ce jour, l'acquis de croissance pour 2019 atteint 0,4%. Concernant le début d'année, les premiers indicateurs sur le climat des affaires sont peu encourageants sur les perspectives de croissance. L'indice PMI recule à nouveau et demeure en dessous du seuil d'expansion (50). Pour sa part, le climat des affaires de l'Insee est stable au mois de janvier. Après un net repli intervenu depuis le début d'année 2018, les indices PMI et Insee montrent que le climat des affaires tend à se détériorer à nouveau. Il est toutefois difficile à ce stade de distinguer l'effet lié à la crise des « gilets jaunes » qui peut peser ponctuellement sur la confiance des chefs d'entreprise et l'effet d'une anticipation d'un ralentissement économique mondial. De ce point de vue, les chiffres de la consommation des ménages en biens de janvier et février seront déterminants : un rebond de la consommation des ménages est attendu au premier trimestre, lié à un effet de rattrapage et à l'impact des mesures de soutien au pouvoir d'achat annoncées en décembre. Nous prévoyons une hausse de 0,7% de la consommation des ménages et de 0,5% du PIB au premier trimestre 2019.

☞ Nouvelle déception à la lecture des enquêtes d'activité de janvier en zone euro

L'indicateur du sentiment économique en zone euro a chuté à 106,2 points au mois de janvier, après 107,4 points le mois passé. Il atteint ainsi son plus bas niveau depuis novembre 2016. L'évaluation de la situation économique par les entreprises s'est dégradée en Allemagne, en Italie et aux Pays-Bas (les principaux pays exportateurs de la zone), tandis qu'elle s'est améliorée en France et en Espagne. L'analyse par secteurs au niveau agrégé de la zone révèle une détérioration des activités industrielles, mais aussi des services et des ventes au détail. Les indices de confiance du consommateur et dans la construction sont, en revanche, en amélioration par rapport au mois dernier. Dans le secteur industriel, les enquêtes détaillées signalent que c'est avant tout la faiblesse de la demande qui limite la production. Cette faiblesse est caractérisée par une forte baisse des nouvelles commandes en Allemagne, en Italie et en Espagne qui s'accompagne de perspectives à l'exportation également plus pessimistes dans ces trois pays. À noter toutefois qu'en Allemagne la question du financement comme facteur de frein à la production devient également préoccupante. Dans les services, c'est la dégradation de la demande sur les trois derniers mois qui conduit à la détérioration de l'indice global de confiance du secteur alors que les perspectives à trois mois s'améliorent légèrement. L'indicateur du climat des affaires en zone euro s'est lui aussi détérioré pour atteindre 0,69 points, après 0,86 points en décembre, son plus bas niveau depuis janvier 2017. Enfin, l'indice des directeurs d'achat en zone euro confirme un ralentissement plus prononcé de l'activité au mois de janvier. L'indicateur composite se rapproche davantage du seuil sous lequel l'activité est considérée comme étant en récession.

UEM : Indices du sentiment économique (ESI)



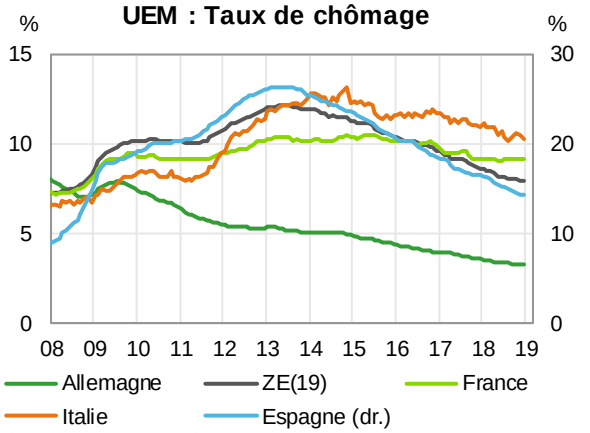
Sources : CE, Crédit Agricole S.A.

☑ **Notre opinion –** *Les dernières enquêtes d'activité en zone euro ne donnent pas de perspectives très optimistes sur la croissance attendue au premier trimestre, alors que le ralentissement de la croissance mondiale inquiète davantage. Toutefois, la fin du cycle de croissance semble encore éloignée, au regard de la persistance des facteurs de soutien qui la compose.*

☞ Stabilisation du taux de chômage en décembre sous l'effet d'une croissance plus incertaine

Le taux de chômage en zone euro est resté stable à 7,9% de la population active au mois de décembre, mais demeure néanmoins en baisse par rapport à décembre 2017 (8,6%). Il s'agit de son plus bas niveau depuis octobre 2008. Le nombre de chômeurs atteint désormais 12,9 millions de personnes, contre 14,1 millions, un an plus tôt. Le taux de chômage est resté inchangé ce mois-ci en Allemagne et en France avec respectivement 3,3% et 9,1%. Il a cependant diminué de 2 points en Italie et de 1 point en Espagne pour atteindre respectivement 10,3% et 14,3%. Le taux de chômage des jeunes (de moins de vingt-cinq ans) se stabilise à 16,6% en zone euro, mais demeure encore élevé en Italie (31,9%) et en Espagne (32,7%), en dépit d'une tendance baissière amorcée en 2014.

UEM : Taux de chômage



Sources : Eurostat, Crédit Agricole S.A.

☑ **Notre opinion –** *Le taux de chômage conserve une trajectoire baissière, mais le rythme auquel il diminue est considérablement plus faible que l'an dernier. Le ralentissement de la croissance a provoqué une plus grande prudence à l'égard des embauches.*

☞ Le PIB de la zone euro perd en vigueur au T4 2018

Selon la première estimation, le taux de croissance du PIB dans la zone euro s'affiche à 0,2% sur le trimestre au T4 2018, soit le même rythme qu'au T3. Le rythme annuel, en revanche, signale un ralentissement (1,2% sur un an, après 1,6%). Cette perte de vigueur est commune à tous les pays ayant déjà fourni une première estimation à l'exception de l'Espagne. En rythme trimestriel en revanche, la France et la Belgique affichent une stabilité de leur taux de croissance (0,3% sur le trimestre au T4, après 0,3% au T3), l'Espagne voit sa croissance accélérer (0,7% sur le trimestre, après 0,6%) ; ce qui est probablement le cas de l'Allemagne, qui aurait retrouvé au pire une stabilisation de l'activité après le repli (-0,2%) du troisième trimestre. Seulement en Italie, la baisse du PIB s'accentue (-0,2% sur le trimestre, après -0,1%) faisant ainsi entrer le pays en récession technique. Pour la plupart des économies de la zone, les exportations nettes ont encore fourni une contribution positive à la croissance, en dépit du net ralentissement du commerce mondial au T4. La demande intérieure de la zone aurait, en revanche, connu un nouveau ralentissement remettant en cause la vision de solidité des fondamentaux sur laquelle reposait notre scénario de croissance supérieure au potentiel en 2019. Le potentiel de rebond de l'activité au cours des prochains mois est la question clé, d'autant plus que la décélération de l'activité laisse un faible héritage à la croissance du PIB de 2019 (0,4% en moyenne annuelle) pour la zone euro.

☑ **Notre opinion –** *Plusieurs facteurs temporaires ont pesé négativement sur la croissance du PIB au T3 2018 et impactent encore la croissance au T4, notamment dans les deux économies qui montrent depuis une dynamique plus faible, l'Allemagne et l'Italie. Ces facteurs sont venus perturber la production industrielle notamment dans le secteur automobile et dans la chimie. Il s'agit d'un côté de la nouvelle règlementation européenne sur les émissions des véhicules et de la faiblesse du niveau du Rhin, qui bloque l'acheminement, mais aussi le processus de la production chimique. Ces facteurs auraient un impact estimé entre -0,1 et -0,8 point sur la croissance du PIB allemand au T3 et entre -0,2 et -0,4 point au T4 (selon les différentes sources).*

Si l'impact du cours du Rhin devait devenir positif dès le T1 2019 et ainsi provoquer un rebond de l'activité, celui de la dislocation de la production automobile semblerait perdurer plus qu'anticipé, avec des délais plus importants pour tester les nouveaux véhicules. En Italie, où le repli de la production de véhicules aurait expliqué les deux tiers de la contribution négative de l'industrie à la croissance du PIB, une normalisation de la production semble en cours en décembre et janvier, selon les premières estimations de Confindustria. Ces effets temporaires semblent donc progressivement s'estomper, avec un rebond de l'activité plus probable au T2 2019 qu'en début d'année. Le risque qu'entre temps la série de mauvais résultats économiques et de révision à la baisse des anticipations affecte la confiance des agents est élevé. Le ralentissement pourrait être alors plus le résultat d'un cercle vicieux qui affecte plus fondamentalement la dynamique du cycle.

Europe centrale et orientale, Asie centrale

☞ Turquie : à la recherche du retournement de cycle

Toutes les analyses macro-économiques sur la Turquie parlent aujourd'hui de la même chose : le point bas de la crise (et le point haut en terme d'inflation) a-t-il été atteint ?

C'est le message du ministre des Finances à Davos, qui s'est d'ailleurs traduit par une révision à la baisse des prévisions d'inflation de la Banque centrale pour 2019, à 14,6%. Mais dans le même temps, le FMI signale dans son dernier rapport macro-économique global (sans pour autant donner de chiffres précis pour la Turquie) que la récession turque risque d'être plus profonde que prévue. Quant aux marchés, ils sont très prudents, mais marquent un léger retour de confiance, en tout cas en ce qui concerne leur jugement sur la Banque centrale (si l'on compare avec l'été dernier, et la grande confusion qui a entouré la politique monétaire turque). Reste que cette confiance monétaire renvoie sans doute aussi à la très nette réduction du déficit courant, qui, mécaniquement, limite les anticipations de dépréciation de la devise. Alors que peut-on dire de la conjoncture turque et a-t-on suffisamment d'éléments pour affirmer que le point de retournement a été dépassé ?

En ce qui concerne l'inflation, les derniers taux pointaient effectivement une décélération (20,3% sur un an en décembre, contre 21,5% en novembre). Mais surtout, cette moindre hausse des prix est assez bien répartie, sensible sur la plupart des composantes de l'indice, ce qui est visible dans la baisse de l'inflation dite « sous-jacente » (*core inflation*), à 19,5% en décembre. Le point haut de la poussée des prix liée à la crise monétaire de cet été semble donc dépassé. Mais attention, d'autres facteurs vont jouer en 2019. Notamment la hausse de 26% du salaire minimum, et bien sûr le prix du pétrole, qui a toujours un effet assez sensible en Turquie, car le pays est dépendant de ses importations énergétiques.

Par ailleurs, les anticipations d'inflation restent assez élevées, ce qui peut favoriser des phénomènes d'indexation. Rappelons en effet que la Turquie est un pays qui a connu des périodes répétées de forte inflation, et la mémoire de ces périodes étant toujours vivace. Cela favorise une forme de résilience dans les anticipations monétaires et les comportements d'épargne. Dit plus clairement, la baisse de l'inflation est toujours difficile dans les pays qui ont connu des crises de change à répétition. Pour cela, il va donc falloir éviter de nouveaux accès de volatilité de la devise. Et il faut surtout que la Banque centrale reste très crédible pour redonner durablement confiance à la population. On notera d'ailleurs que le désancrage des anticipations d'inflation était visible depuis fin 2017, donc bien avant la crise de l'été dernier…

Et du côté de l'économie réelle ? On manque encore de chiffres sur le dernier trimestre 2018 pour conclure. Mais il est probable que l'activité ait effectivement touché un point bas vers la fin 2018. En tout cas, la détérioration des indicateurs de confiance pour les entreprises et les consommateurs a été très nette et se dirige à présent vers une stabilisation très cyclique.

Au-delà des chiffres, le problème de la reprise est le suivant. Traditionnellement, le rythme des redémarrages d'activité est très rapide en Turquie, fondé notamment sur une reprise tout aussi rapide des exportations, notamment des PME, qui retrouvent de la compétitivité avec les dévaluations. Mais cette fois, l'environnement mondial est très particulier, en ralentissement, beaucoup moins propice à un rebond de la Turquie par les exportations. Quant à une reprise de la croissance par le crédit, ce serait dangereux, car les banques ont été fragilisées par la crise de cet été, et on manque un peu de visibilité sur ce sujet. Dernier moteur, le budget. Là encore, il y a peu de marge de manœuvre, car le déficit primaire était déjà en augmentation avant la crise. C'est même en partie ce qui avait nourri la surchauffe économique du début 2018. Bref, les moteurs pour accompagner la reprise vont donc être difficiles à trouver…

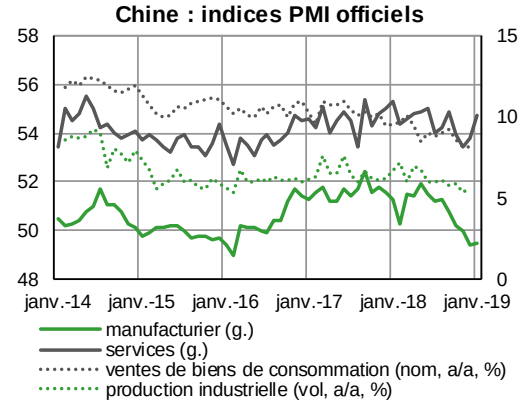
☑ **Notre opinion –** *À terme, la question de la confiance des investisseurs dans ce pays va bien au-delà de la stabilisation monétaire ou du rythme de reprise de l'activité. Elle est désormais très influencée par les questions politiques et géopolitiques. Ainsi, même si la situation se « normalise » avec les États-Unis, la question kurde va occuper les esprits. Évidemment, la Turquie peut bénéficier de sa position d'État pivot, car elle représente un enjeu aussi pour important pour la Russie, qui cherche à la détourner de l'Otan, que pour les Occidentaux, qui doivent la maintenir dans l'alliance… Mais quoi qu'il en soit, la géopolitique brouille l'évaluation économique de ce pays, pèse sur la confiance et, donc, sur la croissance potentielle.*

Asie

☞ Chine : toujours gris

L'indice PMI manufacturier publié par Pékin s'est établi à 49,5 en janvier, contre 49,4 le mois précédent. Les sous-indices production et nouvelles commandes à l'exportation ont eux aussi fait un peu mieux, en passant respectivement de 50,8 et 46,6 en décembre à 50,9 et 46,9 le mois dernier. Au contraire, le sous-indice nouvelles commandes a un peu plus reculé, pour le huitième mois consécutif, à 49,6 au lieu de 49,7 en fin d'année dernière, et celui de l'emploi a perdu 0,3 point, pour fléchir à 47,8 en janvier, soit à un plus bas depuis avril 2016.

L'indice PMI des services, pour sa part, est remonté à 54,7 en ce premier mois de 2019. Il s'était établi à 53,8 en décembre.



Source: NBS

☑ **Notre opinion –** *Une légère éclaircie ? Ces chiffres laissent, certes, entrevoir que l'activité industrielle s'est stabilisée en ce début d'année et que les services, parmi lesquels le commerce de détail, ont progressé au moins aussi vite qu'en décembre.*

Néanmoins, ils donnent aussi à voir un tableau qui reste bien gris dans l'ensemble. Le PMI manufacturier demeure inférieur à 50, c'est-à-dire dans la zone dite de contraction de l'activité. Tout comme les nouvelles commandes à l'exportation, dont l'embellie toute relative tient, en outre, sans doute en partie à un espoir encore fragile, celui que Washington et Pékin parviennent à un accord et qu'il y ait une désescalade dans l'affrontement commercial entre les deux puissances. Puis, l'emploi dans l'industrie ne semble pas se porter mieux, au contraire, et ce n'est pas de nature à booster la confiance des ménages, ni à porter beaucoup plus haut leurs dépenses de consommation.

Donc, des chiffres qui conduisent à rester méfiant pour le moment quant à la performance à court terme de l'économie chinoise. Les premiers indicateurs d'activité (production industrielle, ventes au détail, investissement urbain…) tomberont en mars. Et en attendant, rappelons le large consensus parmi les observateurs de l'économie chinoise pour dire que la croissance va continuer à ralentir cette année.

☞ Chine : nouvelle loi sur les investissements étrangers

Pékin est en train de préparer une nouvelle loi sur les investissements étrangers dans laquelle, notamment, seraient clairement condamnés tout transfert forcé de technologie et toute interférence illégale d'un officiel dans les opérations des entreprises étrangères. En outre, la propriété intellectuelle serait mieux protégée et le nombre de secteurs dans lesquels les entreprises étrangères n'ont pas le droit d'investir serait réduit. Cette loi devrait être approuvée par l'Assemblée nationale populaire début mars.

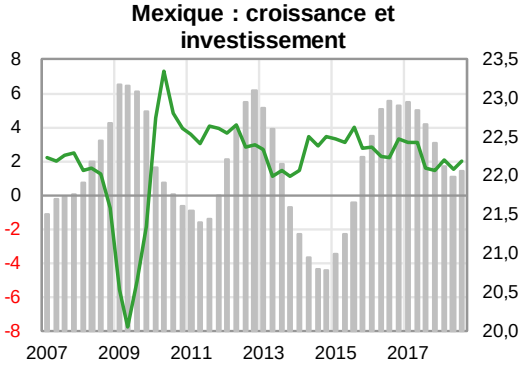
☑ **Notre opinion –** *Pékin tente de répondre aux attentes de Washington sur ces questions de transfert de technologie et de vol de propriété intellectuelle et, ainsi, d'éviter une escalade dans les sanctions commerciales prises par l'administration Trump à l'encontre de la Chine ou autrement dit, un nouveau relèvement des taxes sur les produits chinois exportés aux États-Unis. Cela va en tout cas dans le bon sens. Pas sûr, cependant, que cela convainc pleinement Washington qui attend avant tout que les mesures annoncées/approuvées soient appliquées et cherche ainsi à ce que soient aussi mis en place des mécanismes/des procédures qui lui permettront de s'en assurer et de contraindre Pékin à agir de la sorte.*

Amérique latine

☞ Mexique : PEMEX ou « qui de l'œuf ou de la poule… »

Selon les chiffres préliminaires, au quatrième trimestre, le PIB a progressé de 1,8% en glissement annuel portant la croissance sur l'ensemble de l'année 2018 à 2%. Les performances par secteur sont contrastées. Toujours en glissement annuel, les services et l'agriculture progressent, respectivement, de 2,9% et de 2,8%, alors que l'industrie recule de 0,7%. Parallèlement, Fitch a dégradé le *rating* long terme de PEMEX, la société pétrolière publique, de deux notes de BBB + à BBB-. La perspective est négative. Pour apprécier la solvabilité de PEMEX, Fitch se fonde notamment sur les critères d'appréciation suivants : détérioration de la qualité intrinsèque de crédit, faiblesse du crédit après impôts en raison des transferts au gouvernement, réduction des investissements pesant sur les capacités de production, gouvernance faible, importance stratégique de PEMEX pour la sécurité énergétique, liens étroits avec le gouvernement (dont le soutien est dit modéré). PEMEX est noté BBB+ (*outlook* stable, août 2017) par S&P et Baa3 (*outlook* stable, août 2018) par Moody's. Le Mexique est, respectivement, noté BBB+/Stable, BBB+/Neg et A3/Stable et par S&P, Fitch et Moody's.

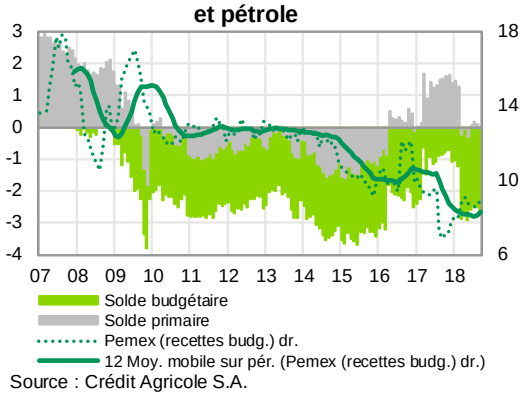
Mexique : croissance et investissement



Source : CA S.A.

Taux d'investissement (vol. % du PIB)
PIB (vol. glissement annuel, %) dr.

Mexique : finances publiques et pétrole



Source : Crédit Agricole S.A.

☑ **Notre opinion –** *Ce n'est pas tant le chiffre de croissance du quatrième trimestre qui est décevant que la tendance qu'il prolonge : à 2% en 2018, la croissance (qui n'aura pas été significativement dopée par la vigueur des États-Unis) continue de lentement s'effriter. Un résultat qui tend à confirmer que le taux de croissance potentiel est désormais proche de 2% et donc, vraiment faible. En dépit du fléchissement de la croissance, le taux d'investissement ne s'est, en revanche, pas sensiblement replié, mais il demeure insuffisant. Les perspectives 2019 ne sont pas particulièrement brillantes : la croissance pourrait de nouveau plafonner à 2%. Embellie du marché du travail, hausse du crédit et inflation modérée (passée de 6,8% fin 2017 à 4,8% fin 2018 et anticipée un peu inférieure à 4% fin 2019) continueront de stimuler la consommation privée (et, par conséquent, les services) qui devrait, en outre, bénéficier du redressement de la confiance des ménages et de la mise en œuvre des programmes sociaux destinés à améliorer le pouvoir d'achat des segments à faible revenu.*

En revanche, les activités industrielles (industrie manufacturière, construction, mines) risquent d'être à la peine. Les résultats des enquêtes (PMI manufacturiers à la fin de 2018) suggèrent déjà un moindre dynamisme de l'industrie manufacturière, évidemment exposée à un commerce international moins florissant et au ralentissement américain. Quant à l'industrie minière et au secteur pétrolier, même si le gouvernement envisage d'y être plus impliqué et actif, la stratégie visant à accroître la production risque de ne pas produire d'effets à court terme. Croissance faible et réforme fiscale inspirée mais inachevée (prix à payer pour le passage de la réforme du secteur énergétique) n'ont pas permis d'élargir la base fiscale et d'accroître suffisamment les recettes pour permettre au gouvernement, à la fois, de procéder à des investissements et de relâcher de façon substantielle la pression exercée sur PEMEX. Le niveau d'endettement de l'entreprise publique ne lui permet pas de procéder aux investissements nécessaires au redéploiement de la production. La nouvelle administration entend ralentir la mise en œuvre de la réforme énergétique, mais l'équation risque de se révéler particulièrement complexe pour le gouvernement. Alors que des réductions fiscales (taux d'IR et de TVA passant de, respectivement, 30% à 20% et 16% à 8%) ont été mises en place à la frontière nord, le gouvernement a en effet annoncé son intention de fournir des ressources supplémentaires à PEMEX, tout en maintenant un objectif d'excédent primaire à 1% du PIB. En l'absence de nouvelles taxes et d'augmentation des taxes existantes, le respect de la discipline fiscale dépendra de la capacité de collecte dans un climat de croissance morose. Si les ambitions sont grandes et louables, il serait certainement utile de les classer par ordre de priorité.

Afrique du Nord, Moyen-Orient

☞ Arabie saoudite : probable inscription du pays sur une liste noire de l'UE

L'Union européenne met actuellement à jour la liste des pays qui, selon ses critères, échouent à lutter contre le blanchiment et le financement du terrorisme, une liste qui reprend généralement celle du GAFI. Cette liste devrait inclure cette année l'Arabie saoudite, en raison de ses déficiences en termes de lutte contre le financement du terrorisme.

☑ **Notre opinion –** *Les conséquences en termes de relations bilatérales pourraient être assez significatives dans le domaine financier, notamment pour les banques européennes qui financent des contreparties saoudiennes, les obligeant à alourdir leurs processus de contrôle et de vérification de l'origine des fonds ou de leur utilisation. Ces nouvelles contraintes pourraient également dissuader des établissements financiers européens de moyenne ou petite taille de poursuivre leurs financements. Cette décision, si elle se concrétise, va contribuer à ternir un peu plus l'image du pays à l'international Alors que l'Arabie lance, dans le cadre de son vaste plan de diversification de l'économie « Vision 2030 », un appel à investissements de 475 Mds USD (soit les deux tiers du PIB), cette annonce tombe à un très mauvais moment, car elle contribue à affaiblir le potentiel d'attractivité du pays au moment où il souhaite précisément s'ouvrir aux investisseurs étrangers. Une décision qui pourrait en dissuader certains.*

☞ Irak : un budget 2019 très peu responsable

Le Parlement de Bagdad a voté une hausse des dépenses budgétaires de 45% en 2019 par rapport au budget 2018 et prévoit donc un déficit budgétaire de 23 Mds USD, soit 11% du PIB. Côté recettes, les taxes sur le pétrole devraient rapporter 89% du budget, un pourcentage très élevé, mais habituel pour l'économie irakienne totalement rentière. Ces recettes sont établies sur des hypothèses réalistes de production (3,9 millions de barils par jour, dont 6% en provenance du Kurdistan) et de prix (56 USD/bbl). En revanche, l'explosion des dépenses à 112 Mds USD (soit 54% du PIB) est très préoccupante. Les salaires et les charges sociales des fonctionnaires, qui représentent déjà presque 50% du total du budget, devraient augmenter de 15%, une largesse inexpliquée dans un contexte de stabilité des effectifs. Le budget d'investissement passerait à 27 Mds USD (soit 24% des dépenses), dont une partie orientée vers la reconstruction de certains territoires affectés par la guerre civile.

☑ **Notre opinion –** *L'adoption d'un budget, bien que tardive, est en soi une petite victoire institutionnelle dans la mesure où le gouvernement n'est toujours pas au complet avec de nombreux postes de ministres (dont les plus emblématiques) non attribués. L'augmentation, plus orientée vers les dépenses de fonctionnement que d'investissement, semble peu répondre aux défis de la société irakienne actuelle. De plus, la hausse totalement déraisonnable du déficit risque de créer des tensions avec le FMI, puisque le pays est toujours sous plan de soutien. À ce stade, le Fonds n'a pas encore réagi. Le Premier Ministre Abdelmahdi souhaite visiblement acheter la paix sociale et le calme des tribus au prix fort et ce, au détriment de la stabilité des finances publiques. Compte tenu de la gouvernance institutionnelle très médiocre en Irak, ce budget pourrait également provoquer une hausse de la corruption. On se demande par ailleurs comment le gouvernement financera ce déficit colossal, compte tenu d'une dette publique déjà au niveau de 65% du PIB et qui absorbe une grande partie des liquidités bancaires disponibles.*

☞ Liban : un nouveau gouvernement pour redresser un pays qui dérive

Neuf mois après les élections législatives et à l'issue d'âpres et difficiles négociations entre partis et diverses confessions religieuses, un consensus s'est établi pour former un gouvernement sous l'autorité du Premier ministre Saad Hariri. Après cette annonce, la prime de risque sur le Liban (CDS à cinq ans) est tombée à 7,1%, une forte baisse par rapport aux 9% atteint mi-janvier. Cet événement va aussi permettre de débloquer une aide financière de 10 Mds USD promise l'année dernière et qui était conditionnelle à la formation d'un gouvernement.

☑ **Notre opinion –** *La première tâche de ce gouvernement va être de rassurer les marchés financiers et les Libanais eux-mêmes qui craignent une restructuration de la dette souveraine. Une tâche qui ne sera pas facile, compte tenu de la confirmation du ministre des Finances Ali Hassan Khalil à son poste, après ses propos du mois dernier sur un éventuel « reprofilage » de la dette. La deuxième tâche, tout aussi urgente, sera de voter un budget pour l'année 2019. Cet exercice sera particulièrement scruté par les agences de* rating *après la dégradation par Moody's du* rating *à Caa1, un niveau très proche du défaut.*

Afrique sub-saharienne

☞ République démocratique du Congo : le pays a (enfin) un président

Restée sourde aux appels de l'Union africaine lui demandant de suspendre l'officialisation des résultats, la Cour constitutionnelle a officiellement proclamé le 20 janvier la victoire de Félix Tshisekedi à l'élection présidentielle. Les résultats définitifs donnent Tshisekedi vainqueur avec 38,5% des voix, devant Martin Fayulu (34,8%) et le candidat du pouvoir, Emmanuel Ramazani Shadary (23%).

Il succède au chef de l'État sortant Joseph Kabila, président du pays depuis l'assassinat de son père Laurent-Désiré Kabila en janvier 2001. C'est officiellement la première transmission pacifique du pouvoir et a fortiori la première alternance politique depuis l'indépendance de la RDC en 1960.

Sa victoire est cependant contestée par Fayulu, qui estime être victime d'un accord entre Kabila et Tshisekedi et revendique la victoire avec 60% des voix. Son recours a été rejeté par la Cour constitutionnelle. L'Union européenne et de nombreux pays africains, notamment l'Afrique du Sud, reconnaissent la victoire de Félix Tshisekedi.

☑ **Notre opinion –** *Les élections ont été repoussées à maintes reprises depuis la fin du mandat de Joseph Kabila en décembre 2016. Mais ce dernier cède finalement son fauteuil de président. Il laisse derrière lui quelques indicateurs économiques au vert. En 2018, le pays a enregistré une croissance de 4,2%, une bonne performance comparée à la récession de 2,1% lors de son accession au pouvoir en 2001. Cette croissance est soutenue essentiellement par l'industrie extractive du pays.*

Des avancées certes, mais l'économie congolaise continue de souffrir de fortes faiblesses structurelles, notamment sa forte dépendance aux exportations minières qui rend le pays vulnérable à la volatilité des prix et exposé aux chocs externes, à son incapacité à lutter efficacement contre le chômage, à lutter contre une inflation galopante et à enrayer la corruption. Si Tshisekedi veut mieux faire que son prédécesseur, il va falloir attirer des investisseurs étrangers, mais les tensions politiques – ainsi que la mauvaise qualité des infrastructures – pèsent sur l'environnement des affaires. Le pays se positionne au 182e rang sur 190 pays au classement Doing Business.

Après une fin d'année électorale agitée, l'Afrique sub-saharienne s'apprête à vivre en 2019 trois scrutins d'envergure au Nigéria, en Afrique du Sud et au Sénégal. Si la démocratie poursuit sa route, la question de la crédibilité des votes est, pour sa part, toujours d'actualité !

☞ Nigéria : une augmentation de 50% du salaire minimum

Le 23 janvier, le gouvernement fédéral a soumis au Parlement un projet de loi proposant un nouveau salaire minimum mensuel de 27 000 nairas (75 dollars), contre 18 000 aujourd'hui. Cependant, les principaux syndicats souhaitent le porter à 30 000 nairas et ont rejeté la proposition du gouvernement.

Mettre en œuvre une augmentation de 50% du salaire de base sera difficile pour les administrations centrales et infranationales à court d'argent et pourrait se traduire par une réduction des dépenses consacrées aux projets essentiels d'infrastructures. Les effets de la hausse des coûts salariaux seront encore plus sévères pour les gouvernements des États, dont la plupart génèrent peu de revenus et s'appuient déjà sur des plans de sauvetage de l'administration fédérale pour régler leurs arriérés de salaire.

En novembre 2018, les gouverneurs des États avaient rejeté un accord portant sur un montant de 30 000 nairas, le qualifiant « d'impraticable ».

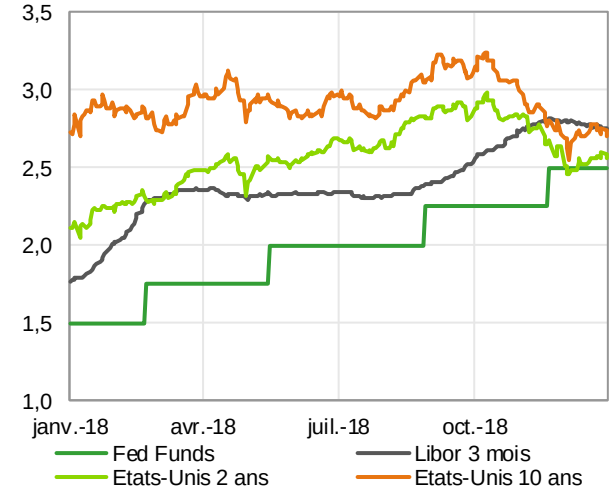
☑ **Notre opinion –** *Le pays se remet difficilement de l'année 2016 marquée par une récession économique, principalement en raison de la chute des cours du baril de pétrole. Les prévisions de croissance du pays viennent d'être révisées à la baisse par le FMI de 2,3% à 2% pour 2019.*

L'inflation (plus de 11%) est devenue un problème majeur au Nigeria, premier producteur de pétrole en Afrique, où la majorité des habitants (plus de 180 millions) vit dans la pauvreté. Le chef de l'État sortant, Muhammadu Buhari, voit son bilan économique très contesté à moins d'un mois des élections générales, lors desquelles il se présentera pour un second mandat. Les syndicats vont poursuivre la lutte et le gouvernement voudra résoudre le problème du nouveau salaire minimum avant les élections. Il est très probable que l'augmentation soit portée à 30 000 nairas. Sans réformes sévères visant à renforcer les finances fédérales, telles que la réduction de la taille de la fonction publique, une facture salariale plus élevée dans le secteur public entraînera une forte augmentation de l'endettement du pays. La dette publique a déjà plus que doublé depuis 2014 de 12% à 25,3% du PIB en 2018.

Tendances à suivre

Taux d'intérêt en dollar américain

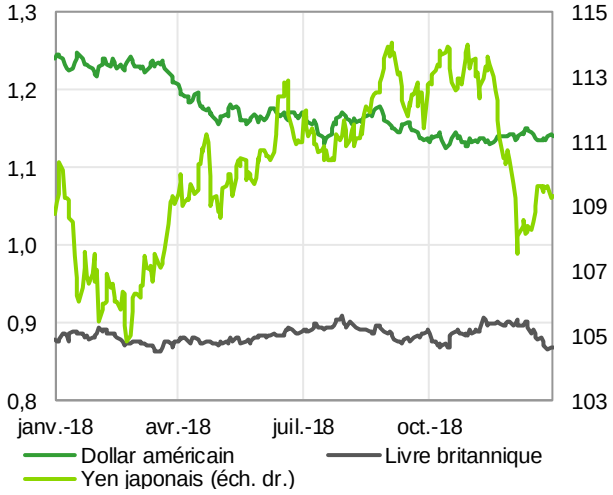
%, interbancaire (Londres) et souverains (Etats-Unis)



Source : Thomson Reuters

Taux de change des principales devises

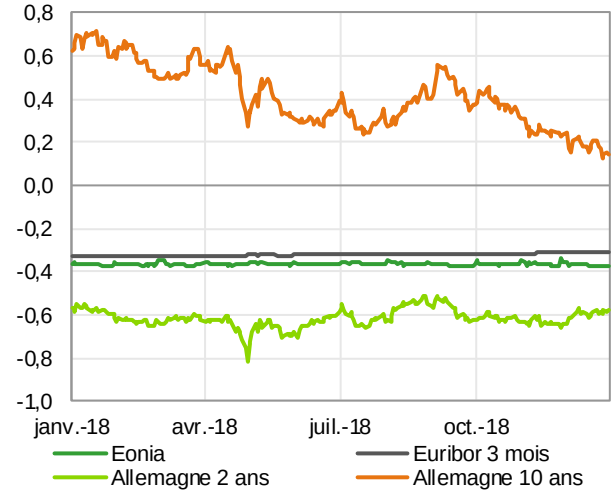
EUR/USD, EUR/GBP et USD/JPY



Source : Thomson Reuters

Taux d'intérêt en euro

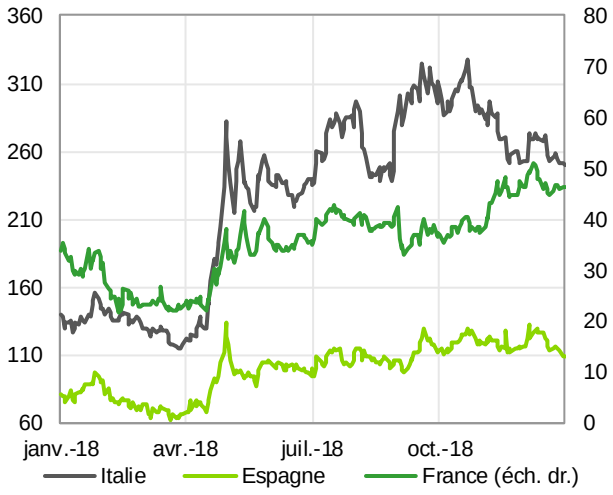
%, interbancaires (Londres) et souverains (Allemagne)



Source : Thomson Reuters

Spreads souverains européens avec le Bund

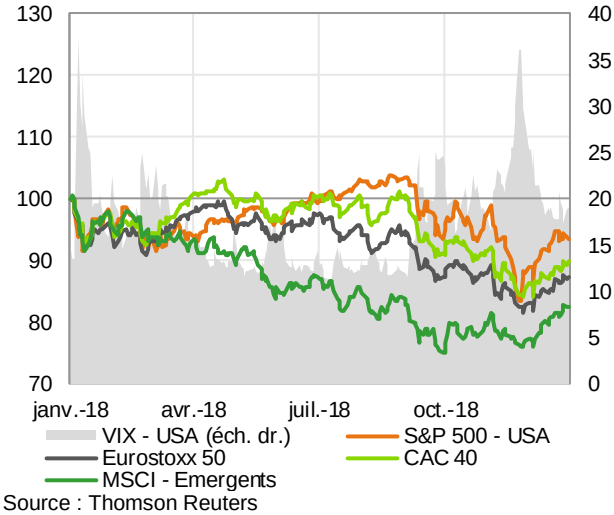
Pdb, dette en EUR à dix ans



Source : Thomson Reuters

Marché actions

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



Source : Thomson Reuters

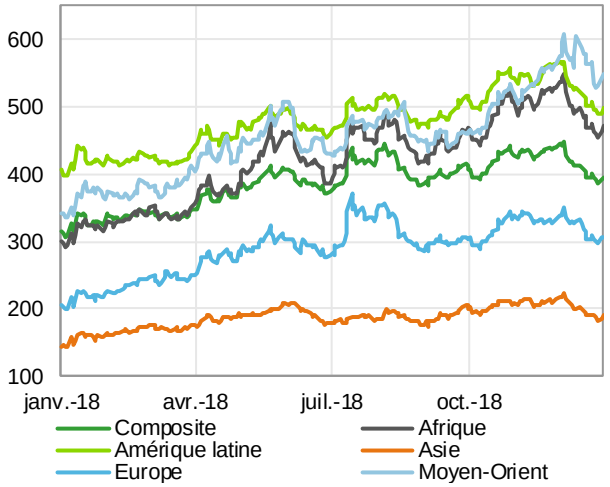
Cours de l'once d'or

USD/Once troy (Londres)

Source : Thomson Reuters

Spreads souverains émergents avec le T-Bond

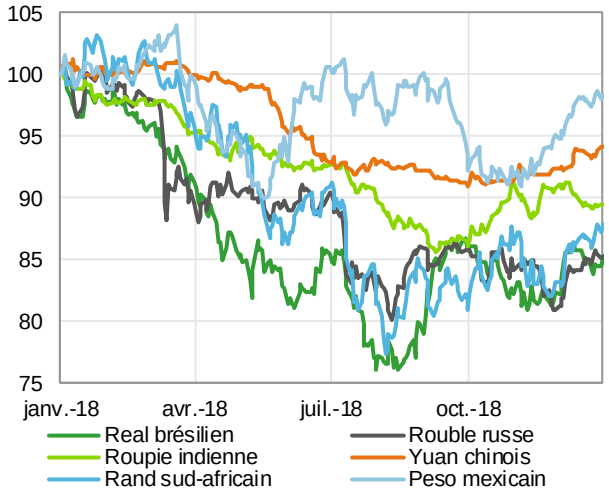
Indices EMBI+ (pdb, dette en USD de plus d'un an)



Source : JP Morgan

Devises émergentes

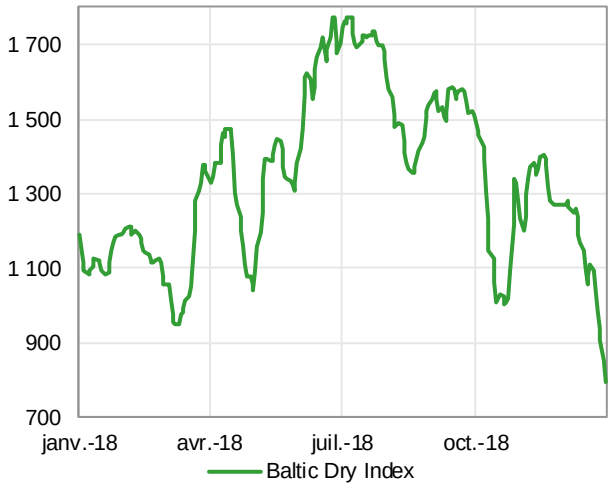
/USD (indice 100 = début de période)



Source : Thomson Reuters

Coût du transport maritime de vrac sec

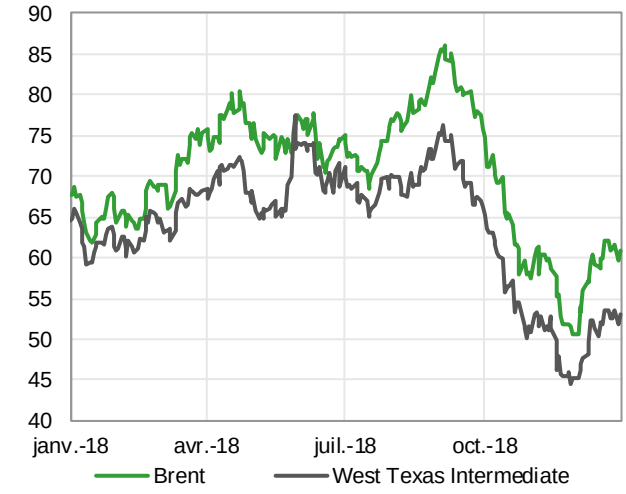
Baltic Dry Index (USD/point)



Source : Baltic Exchange

Cours du baril de pétrole brut en USD

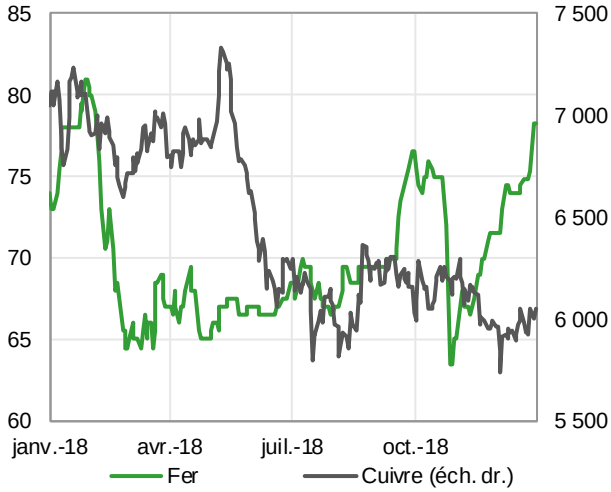
Brent (mer du Nord) et WTI (golfe du Mexique)



Source : Thomson Reuters

Cours des métaux

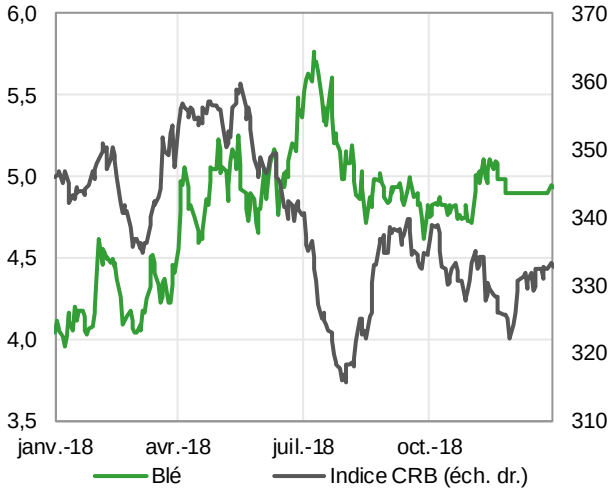
USD/tonne métrique



Sources : Steel Home, London Metal Exchange

Agriculture

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



Sources : USDA, CRB

Scénario économique du Groupe Crédit Agricole S.A.

	PIB (a/a, %)			Inflation (a/a, %)			Balance courante (% du PIB)		
	2018	2019	2020	2018	2019	2020	2018	2019	2020
Etats-Unis	**2,9**	**2,6**	**1,8**	**2,4**	**2,0**	**2,4**	**-2,4**	**-2,9**	**-3,0**
Japon	**0,7**	**0,6**	**0,3**	**0,9**	**0,8**	**1,6**	**3,4**	**2,3**	**2,7**
Zone euro	**1,9**	**1,6**	**1,6**	**1,7**	**1,3**	**1,4**	**3,2**	**3,2**	**3,1**
Allemagne	1,5	1,3	1,3	1,9	1,6	1,7	7,6	7,1	6,9
France	1,6	1,8	1,6	2,1	1,2	1,3	-1,1	-1,0	-1,0
Italie	0,9	0,7	0,9	1,3	1,0	1,1	1,8	1,8	1,7
Espagne	2,5	2,3	2,1	1,7	1,3	1,4	1,4	1,8	1,7
Pays-Bas	2,6	2,1	2,1	1,6	1,3	1,4	9,8	9,9	9,9
Belgique	1,5	1,5	1,4	2,4	2,2	2,3	-0,4	-0,4	-0,5
Autres pays développés									
Royaume-Uni	1,3	1,4	1,4	2,4	2,2	2,1	-3,9	-3,5	-3,8
Canada	2,1	1,9	1,8	2,3	1,8	2,0	-2,8	-2,6	-2,5
Australie	3,2	2,8	2,7	2,2	2,3	2,5	-2,8	-3,1	-3,0
Suisse	2,5	1,7	1,6	0,9	0,9	1,0	10,0	9,8	10,0
Suède	2,3	1,7	2,0	2,1	1,8	1,6	3,1	3,0	2,9
Norvège	2,5	2,5	1,8	2,7	2,2	2,0	8,3	7,4	6,5
Asie	**6,0**	**5,9**	**5,7**	**2,5**	**2,7**	**3,0**	**0,8**	**0,2**	**-0,1**
Chine	6,6	6,4	6,0	2,2	2,5	2,5	0,3	-0,4	-0,9
Inde	6,7	7,3	7,1	3,6	3,5	4,9	-1,9	-2,7	-2,8
Corée du Sud	2,6	2,5	2,5	1,6	1,8	1,9	4,5	4,3	4,0
Indonésie	5,2	5,1	5,1	3,2	3,9	3,5	-2,8	-2,5	-2,3
Taiwan	2,7	2,4	2,4	1,6	1,4	1,3	13,0	12,4	12,0
Thaïlande	4,1	3,8	3,7	1,1	1,3	1,4	7,2	6,5	6,0
Malaisie	4,7	4,5	4,5	1,1	1,8	2,0	3,0	2,7	2,9
Singapour	3,3	2,8	2,7	0,6	1,2	1,3	19,1	19,0	18,0
Hong Kong	3,2	2,3	2,6	2,4	2,2	2,2	3,7	3,5	3,5
Philippines	6,3	6,4	6,5	5,4	4,5	3,9	-1,7	-1,5	-1,3
Vietnam	6,9	6,5	6,5	3,6	3,9	4,1	3,2	2,0	2,0
Amérique latine	**1,3**	**2,1**	**2,4**	**9,6**	**7,0**	**5,9**	**-1,8**	**-1,5**	**-1,9**
Brésil	1,2	2,4	2,6	4,2	4,1	4,0	-1,0	-1,2	-1,8
Mexique	2,0	1,8	1,6	4,4	3,8	3,5	-1,5	-1,2	-1,5
Argentine	-2,2	0,1	2,2	47,0	28,0	21,0	-4,0	-2,0	-2,1
Colombie	2,7	3,3	3,3	3,2	3,6	3,0	-3,2	-3,0	-2,7
Europe émergente	**2,9**	**1,5**	**2,5**	**5,8**	**6,9**	**5,5**	**1,4**	**1,1**	**0,4**
Russie	1,8	1,6	1,6	2,8	5,0	4,0	5,0	4,5	3,5
Turquie	3,3	-2,0	3,8	16,5	18,0	14,0	-3,8	-3,7	-5,1
Pologne	5,0	3,3	3,2	1,6	1,5	2,0	-0,7	-0,9	-0,8
Rép. Tchèque	2,9	3,1	3,0	2,2	2,4	2,0	0,8	0,5	0,5
Roumanie	4,2	3,5	3,2	4,6	3,0	2,6	-3,8	-3,9	-4,0
Hongrie	4,8	3,2	2,8	3,0	3,2	3,0	2,7	2,5	2,4
Ukraine	3,2	2,9	3,0	10,0	7,2	5,7	-3,3	-3,2	-3,5
Afrique, Moyen-Orient	**2,0**	**1,6**	**2,5**	**8,4**	**10,0**	**7,4**	**2,6**	**2,2**	**2,2**
Arabie Saoudite	2,0	2,5	2,3	2,6	2,0	2,0	8,1	8,2	7,5
Emirats Arabes Unis	2,8	3,1	3,8	3,7	3,0	2,5	9,0	8,0	7,3
Afrique du Sud	0,5	1,5	2,0	4,7	5,2	5,5	-3,5	-3,4	-3,3
Egypte	5,3	5,2	5,4	15,0	13,0	10,0	-2,0	-1,9	-1,1
Algérie	2,5	2,5	2,5	4,2	5,8	6,3	-6,0	-6,2	-5,1
Qatar	2,0	2,2	2,5	0,5	3,0	2,5	8,0	8,1	7,5
Koweit	3,0	3,0	2,8	0,9	1,5	2,2	13,0	11,0	9,8
Maroc	3,5	3,3	3,8	2,0	2,0	2,2	-4,0	-3,8	-3,6
Tunisie	2,5	2,2	2,5	7,2	5,0	4,3	-9,8	-9,7	-8,5
Total	**3,5**	**3,2**	**3,2**	**3,5**	**3,4**	**3,3**			
Pays industrialisés	**2,2**	**1,9**	**1,6**	**2,0**	**1,6**	**1,9**			
Pays émergents	**4,4**	**4,2**	**4,4**	**4,7**	**4,8**	**4,3**			

MAJ le 30/01/2019

Vous pouvez consulter nos prévisions économiques et financières sur notre site Internet.

Consultez nos dernières parutions en accès libre sur Internet :

Études Économiques Groupe – Crédit Agricole S.A.

12, place des États-Unis – 92127 Montrouge Cedex

Directeur de la publication : Isabelle JOB-BAZILLE

Rédacteur en chef : Armelle SARDA

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

Royaume-Uni, Irlande, pays scandinaves : Slavena NAZAROVA

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

Asie : Sylvain LACLIAS

Amérique latine : Catherine LEBOUGRE

Afrique du Nord, Moyen-Orient : Olivier LE CABELLEC

Afrique sub-saharienne : Anne-Lise AURICHE

Documentation : Dominique PETIT, Elisabeth SERREAU

Statistiques : Robin MOURIER

Réalisation et Secrétariat de rédaction : Fabienne PESTY

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

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

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

iPad : application Etudes ECO disponible sur App store

Android : application Etudes ECO disponible sur Google Play

Cette publication reflète l'opinion de Crédit Agricole S.A. à la date de sa publication, sauf mention contraire (contributeurs extérieurs). Cette opinion est susceptible d'être modifiée à tout moment sans notification. Elle est réalisée à titre purement informatif. Ni l'information contenue, ni les analyses qui y sont exprimées ne constituent en aucune façon une offre de vente ou une sollicitation commerciale et ne sauraient engager la responsabilité du Crédit Agricole S.A. ou de l'une de ses filiales ou d'une Caisse Régionale. Crédit Agricole S.A. ne garantit ni l'exactitude, ni l'exhaustivité de ces opinions comme des sources d'informations à partir desquelles elles ont été obtenues, bien que ces sources d'informations soient réputées fiables. Ni Crédit Agricole S.A., ni une de ses filiales ou une Caisse Régionale, ne sauraient donc engager sa responsabilité au titre de la divulgation ou de l'utilisation des informations contenues dans cette publication.