

# Perspectives

Hebdomadaire – N°19/046 – 15 mars 2019

## MONDE – L'actualité de la semaine

### Des marchés enthousiastes

Hausse des marchés actions, des marchés émergents, compression des primes de risques offertes par les obligations crédit et les pays périphériques de la zone euro : les marchés enthousiastes ont continué de profiter des annonces faites la semaine passée par la BCE. Une BCE « super patiente » dont la posture durablement accommodante (première hausse des taux repoussée à janvier 2020 ou au-delà, voire bien au-delà, et TLTRO III) les a agréablement surpris et rassurés au-delà de leurs attentes.

Couplés à des perspectives de croissance plus ternes (mais certainement pas sombres), les chiffres d'inflation de la zone euro attestent que la possibilité d'une remontée des taux directeurs s'éloigne (loin). L'inflation a été confirmée à 1,5% (glissement annuel en février, contre 1,4% en janvier). L'inflation sous-jacente continue de décevoir (1% en février). L'absence de transmission des salaires (dont la hausse est relativement soutenue : 2,4%) à l'inflation sous-jacente devient de plus en plus évidente (même dans les secteurs à forte intensité de main-d'œuvre comme la restauration ou les services à la personne). Concurrence croissante, déréglementation (des marchés des biens et services mais également du travail), distribution en ligne sont à l'origine de multiples « mini guerres » de prix (compagnies aériennes, assurances, télécommunications, etc.). Cette tendance n'a pas vocation à s'épuiser. Nous révisons à la baisse (- 10 pb) nos prévisions d'inflation core 2020 et 2021, déjà très conservatrices. Après 1/1,1% en 2019, l'inflation sous-jacente atteindrait ainsi 1,2% en 2020 puis 1,2/1,3% en 2021. Les prévisions de la BCE, elles-mêmes révisées, semblent encore trop élevées (1,2%, 1,4% et 1,6%, respectivement).

Lors de la réunion du FOMC du 20 mars prochain, la *Federal Reserve* ne devrait pas contrarier les marchés réconfortés par des banques centrales dont le ton plus accommodant éclipe les perspectives de croissance moins flamboyantes. Les commentaires des responsables de la Fed ont été clairs : ils seront patients, aucunement pressés

de procéder à d'autres ajustements de taux. La Fed devrait ainsi maintenir ses taux directeurs inchangés (objectif entre 2,25% et 2,50%). La réunion de mars fournira des projections économiques actualisées (probable révision légèrement à la baisse des prévisions de croissance et d'inflation par rapport à décembre où elles étaient, respectivement, prévues à 2,3% et 2%) ainsi qu'un nouveau « *dot plot* ». Ce dernier pourrait indiquer une hausse supplémentaire de 25 pb du taux des Fed Funds cette année et non plus deux comme en décembre. Notre scénario table sur une hausse cette année. La stabilité n'est cependant pas à exclure : dans un scénario où une décélération, non un effondrement, de la croissance est attendue, des banques centrales passant en « mode pause » cette année seraient propices à la prise de risque par les marchés.

|  |   |
|--|---|
| ☞ Des marchés enthousiastes .....  | 1 |
| ☞ La BCE communique : pour dire quoi ? .....   | 2 |
| ☞ Zone euro : encore trop peu de visibilité sur les commandes industrielles .....          | 3 |
| ☞ Zone euro : un moindre repli des immatriculations de véhicules neufs en février .....    | 3 |
| ☞ Zone euro : rebond de la production industrielle en janvier .....                        | 4 |
| ☞ France : accélération de la production industrielle en janvier .....                     | 4 |
| ☞ Pays-Bas : des élections provinciales à enjeux national .....                            | 5 |
| ☞ Brexit : vers une extension du processus de sortie au moins jusqu'au 30 juin .....       | 6 |
| ☞ Royaume-Uni : rebond de la production industrielle en janvier .....                      | 7 |
| ☞ Hongrie : une meilleure notation sans une véritable amélioration des perspectives .....  | 8 |
| ☞ Israël : la crise et les incertitudes politiques internes affectent peu l'économie ..... | 9 |
| ☞ Liban : une dette publique soutenue par la Banque centrale .....                         | 9 |

## Editorial

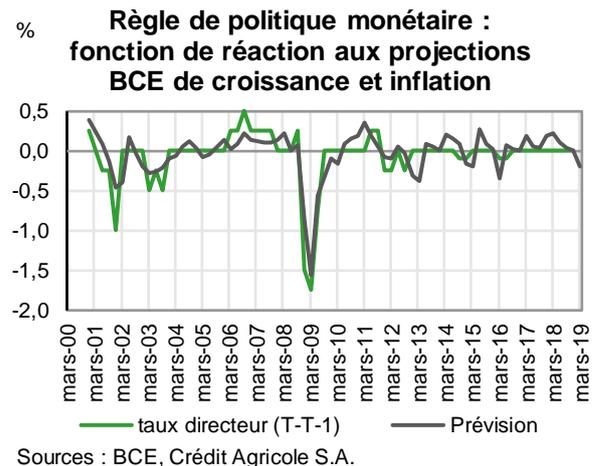
### La BCE communique : pour dire quoi ?

La BCE, lors de son dernier Conseil des gouverneurs a annoncé que les taux d'intérêt directeurs resteront à leurs niveaux actuels au moins jusqu'à la fin de 2019 modifiant ainsi son guidage des anticipations par rapport à ses précédentes communications qui annonçaient le maintien du niveau des taux au moins jusqu'à l'été 2019. La plupart des observateurs avaient déjà progressivement ancré leurs anticipations sur un report de la hausse de septembre 2019 : ils anticipaient un taux de refinancement à 0% en fin 2019 suivi de deux hausses de 15 pb et 25 pb en 2020 (selon l'enquête *Survey of Professional Forecasters* de janvier 2019).

Bien avant sa dernière décision de reporter la hausse des taux d'intérêt, la BCE avait communiqué avec une prudence accrue. Lors de la réunion du Conseil des directeurs de janvier, elle avait souligné les risques baissiers pesant sur les perspectives, prudence rappelée par le vice-président de Guindos à Madrid le 11 février. Plus explicite encore, la déclaration de B. Coeuré à New York le 15 février affirmant qu'il n'allait pas remonter les taux pour les baisser peu après.

Mais c'est du côté de la recherche de la BCE que sont arrivées, dès décembre dernier, des clarifications sur sa possible action future. Dans un article<sup>1</sup> qui dresse le bilan des vingt ans de politique monétaire commune, les chercheurs de la BCE enquêtent empiriquement sur les décisions concernant la fixation des taux directeurs à l'aide d'une fonction de réaction. Cette fonction de réaction est une sorte de règle de Taylor en différences premières qui fait dépendre la décision de politique monétaire à la fois de l'écart des prévisions d'inflation de la BCE (en temps réel) par rapport à sa cible et de l'écart de ses prévisions de croissance aux prévisions de croissance potentielle (les deux toujours en temps réel). Cette méthode présente l'avantage de reproduire la décision de la banque centrale en la plaçant dans l'exact contexte décisionnel (avec les informations disponibles au moment de la décision, soit en temps réel). Elle permet aussi de s'affranchir de concepts inobservables tels que l'écart de production et le taux d'intérêt d'équilibre sur lesquels reposent les différentes versions de règles de Taylor, incapables aujourd'hui de fonctionner correctement dans un contexte caractérisé par une grande incertitude notamment autour du niveau du taux d'intérêt d'équilibre.

Cette équation reproduit assez bien sur le passé les variations des taux directeurs (taux de refinancement avant 2008 et taux de dépôt depuis). Pour l'avenir proche, compte tenu des plus récentes prévisions de croissance et d'inflation, elle indique qu'une remontée des taux d'intérêt n'est pas en vue. Au contraire, l'équation suggère une ultérieure baisse.



C'est dans ce contexte que doivent être replacées les dernières décisions de politique monétaire. Une politique monétaire qui depuis la fin des achats de titres dans le cadre du QE (*Quantitative easing*) garantit le nécessaire degré d'accommodation par le guidage d'anticipation à la fois sur les taux et sur la politique de réinvestissement des coupons et titres arrivant à échéance. Cette accommodation supplémentaire (qui ne peut pas être réalisée par une ultérieure baisse des taux) se traduit par l'annonce relative aux opérations de prêt de l'Eurosystème. Celles-ci resteront effectuées sous la forme d'appels d'offres à taux fixe, à montants illimités au moins jusqu'en mars 2021 et les opérations de refinancement à plus long terme ciblées venant à échéance en 2020 et 2021 (TLTROII) seront remplacées par une nouvelle série d'opérations à échéance de deux ans, (entre septembre 2019 et mars 2021, TLTROIII). Mais aussi par la confirmation que les réinvestissements des titres acquis dans le cadre du QE auront lieu en totalité pendant une période prolongée après la date à laquelle la BCE commencera à relever les taux d'intérêt directeurs.

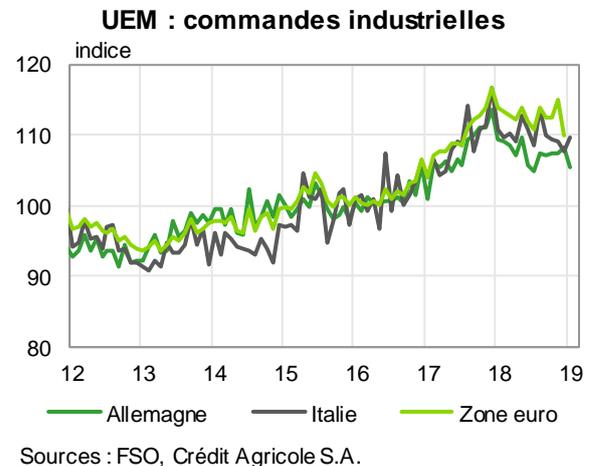
<sup>1</sup> P.Hartmann, F.Smets « *The first twenty years of the European Central Bank : monetary policy* », ECB Working Paper 2219, Décembre 2018

## Zone euro

### Zone euro : encore trop peu de visibilité sur les commandes industrielles

En Allemagne, les commandes industrielles ont chuté de 2,6% sur le mois de janvier, atteignant ainsi leur plus bas niveau depuis juillet 2018. Cette baisse est le résultat d'un recul des commandes tant domestiques (-1,2% sur un mois) qu'étrangères (-3,6%). Par typologie de biens, ce sont principalement les biens d'équipements (-3,6%) qui ont précipité ce déclin, tandis que les biens intermédiaires (-1%) et les biens de consommation (-1,4%) ont reculé plus modérément. Néanmoins, il convient de rester optimiste au regard des commandes de biens durables qui repartent à la hausse ces deux derniers mois en Allemagne. En Italie, les commandes industrielles se redressent (+1,8%) après quatre mois consécutifs de baisse. Les commandes domestiques se révèlent plus fragiles (-1,1%) tandis que celles en provenance de l'étranger rebondissent (+6%). Au niveau de la zone euro agrégée, les données de décembre affichaient déjà une tendance baissière des carnets de commandes. Les données enregistrées sur ces

deux grands pays industriels en janvier suggèrent une poursuite de cette tendance baissière mais à un rythme néanmoins plus faible.

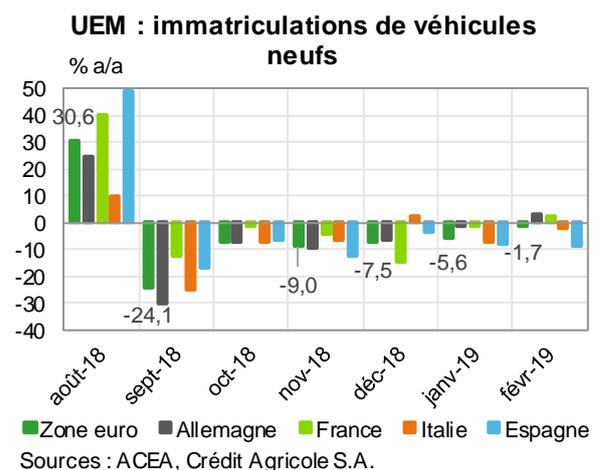


**☑ Notre opinion** – Si les commandes industrielles en zone euro continuent de reculer et d'annoncer la poursuite de l'affaiblissement du cycle industriel, elles demeurent néanmoins à des niveaux encore élevés. En dépit des aléas du secteur automobile qui semblent se résorber, ce sont maintenant les risques de l'impact du ralentissement mondial et d'un « Brexit dur » qui pèsent sur les décisions d'achat de biens industriels, notamment des biens d'investissement.

### Zone euro : un moindre repli des immatriculations de véhicules neufs en février

Les immatriculations de véhicules automobiles en zone euro ont baissé de 1,7% en rythme annuel au mois de février. Il s'agit du sixième mois consécutif de baisse après l'entrée en vigueur des nouvelles normes européennes anti-pollution en septembre dernier. Toutefois, nous constatons un redressement palpable en Allemagne avec un rebond des immatriculations de +2,7% sur un an après une chute de 1,4% en janvier et de 6,7% en décembre. Cette modeste reprise est cohérente avec le récent rebond observé de la production de biens durables (dont les véhicules automobiles font partie). La France connaît également une reprise de ses ventes automobiles avec un rebond de 2,1% en février. L'Italie enregistre cependant une baisse des immatriculations (de -2,4%), mais plus faible que ce qu'elle a connu depuis septembre dernier. L'Espagne, en revanche, peine à absorber le choc

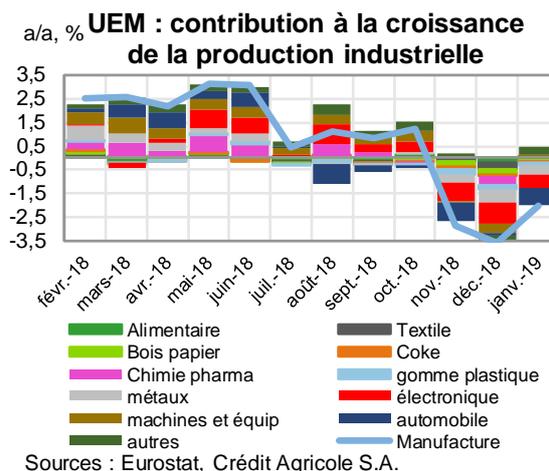
et affiche des immatriculations lourdement en baisse (-8,8%) encore ce mois-ci.



**☑ Notre opinion** – Les effets de la mise en application des nouvelles normes européennes sur l'automobile se dissipent peu à peu en zone euro. Les immatriculations de véhicules neufs se redressent maintenant en Allemagne et en France mais les perspectives à l'exportation sont en revanche moins optimistes vis-à-vis des autres partenaires européens mais aussi de la Chine et des États-Unis.

**Zone euro : rebond de la production industrielle en janvier**

L'indice de la production industrielle s'est redressé en janvier dans la zone euro (+1,4% sur le mois après -0,9%) après deux mois de forte baisse. Du fait d'une très mauvaise performance depuis septembre 2018, l'indice est encore en baisse sur un an (-1,1%) mais la dégradation est en net ralentissement par rapport à celle constatée au mois de décembre dernier (-4,2%). L'indice rebondit dans tous les grands pays de la zone euro, à l'exception de l'Allemagne (-0,9%) où la dislocation de la production, liée au secteur automobile et à la chimie, a été la plus importante. La production a augmenté en France (+1,3% m/m), en Italie (+1,7%), en Espagne (+3,6%) et aux Pays-Bas (+2,9%). Le redressement de la production est confirmé dans le secteur des biens d'investissement et de consommation durables, où elle s'était davantage repliée en fin d'année, mais tous les secteurs ont affiché une croissance positive de l'indice.



**Notre opinion** – Les effets temporaires qui ont tant affaibli la production industrielle européenne au cours des deux derniers trimestres semblent enfin progressivement se dissiper. La production de décembre laisse un héritage positif à la croissance du T1 2019 (+0,4%), mais le niveau encore élevé des stocks – signalé par les enquêtes – peut encore ralentir la normalisation de la production au cours des prochains mois.

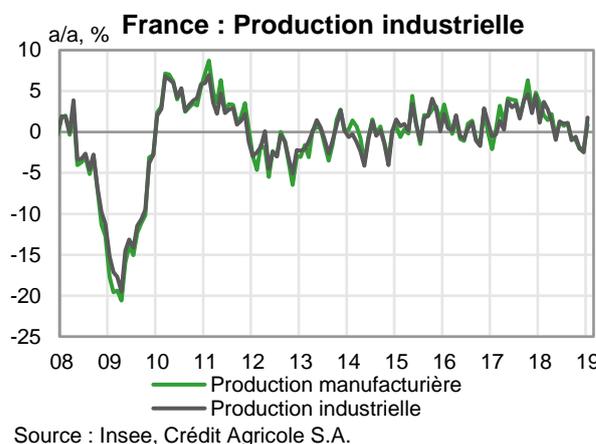
**France : accélération de la production industrielle en janvier**

En janvier, la production industrielle progresse de 1,3% sur un mois, après une stabilité le mois précédent. Cette hausse est notamment visible dans le secteur de la fabrication de biens d'équipement (+5,9%), de la cokéfaction et raffinage (+4,4% sur un mois) et des industries extractives (+3,1% sur un mois).

Sur les trois derniers mois par rapport aux trois mois précédents, la production industrielle recule de 0,4% (-0,3% pour la production manufacturière). On note un net repli dans la cokéfaction et raffinage (-5,0%) et des reculs plus modestes dans les autres secteurs, comme les industries agroalimentaires ou la fabrication de biens d'équipement.

Enfin, sur les trois derniers mois, comparés aux trois mêmes mois de l'année précédente, la production industrielle et la production manufacturière sont en baisse de respectivement 1,0% et 1,1%, ce qui se

justifie notamment par les mauvaises performances de l'industrie agro-alimentaire (-1,6%) et la cokéfaction et raffinage (-7,9%).



**Notre opinion** – La production industrielle rebondit en début d'année, après des reculs assez marqués en fin d'année dernière. La production industrielle sur les trois derniers mois par rapport aux trois mois précédents est en recul de 0,4%. L'acquis de croissance pour le premier trimestre est cependant nettement positif, de +0,9%. Pour rappel, la valeur ajoutée du secteur industriel représente environ 13% du PIB. A noter que l'acquis de croissance de la consommation des ménages en biens atteint pour sa part +0,2% à l'issue de la publication des chiffres de janvier. Ces chiffres sont globalement cohérents avec notre prévision de croissance au premier trimestre (+0,4% sur le trimestre).

 **Pays-Bas : des élections provinciales à enjeux national**

Le 20 mars prochain se dérouleront les élections provinciales aux Pays-Bas. Elles détermineront la composition du prochain Sénat au mois de mai 2019 grâce un collège électoral qui réunit les douze assemblées. Les assemblées provinciales ont également un rôle central dans la mise en œuvre de la stratégie du gouvernement national en matière de changement climatique puisqu'elles sont en charge de la planification des espaces publics, des infrastructures et de la politique environnementale.

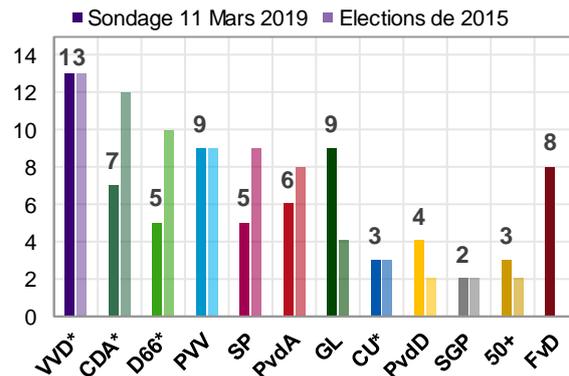
En campagne, le Premier ministre Mark Rutte tente d'obtenir le soutien des partis de la coalition afin de maintenir sa majorité dans la Chambre tandis que ses principaux opposants ambitionnent de transformer ce vote en référendum pour ou contre la politique du gouvernement Rutte III. Pour le moment, les sondages d'opinion indiquent que ce dernier pourrait perdre sa majorité au Sénat et devrait s'appuyer sur deux partis d'opposition pour faire adopter son programme législatif.

Le VVD, le CDA, le D66 et ChristenUnie (CU) pourraient ainsi céder environ 11 sièges au Sénat et passeraient d'une courte majorité de 38 sièges à un total de 25 à 30 sénateurs.

Le parti de gauche écologique, GroenLinks, et le parti de droite eurosceptique Forum voor Democracy (FvD) devraient être les gagnants de cette

échéance électorale. GroenLinks pourrait ainsi obtenir jusqu'à 9 sièges au Sénat tandis que le FvD ferait son entrée dans la Chambre avec 8 sièges. Mark Rutte qui a déjà entamé le dialogue avec la gauche écologiste, notamment sur la mise en place de la taxe carbone, cherche à sécuriser l'appui du GroenLinks qui se dit prêt à rejoindre la table des négociations pour soutenir le programme écologique du gouvernement.

**Elections sénatoriales aux Pays-Bas**



Source : Ipsos/EenVandaag et I&O Research, Crédit Agricole S.A. \*Coalition actuelle

## Royaume-Uni, pays scandinaves

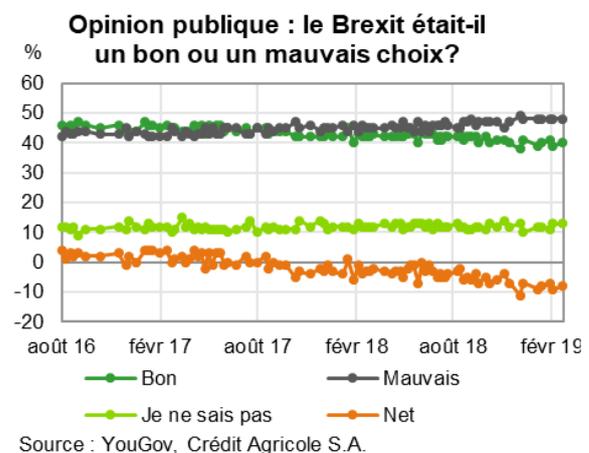
### Brexit : vers une extension du processus de sortie au moins jusqu'au 30 juin

La semaine a été cruciale au Royaume-Uni, avec la tenue de trois jours de votes clés au sein du parlement sur le Brexit. Le résultat des votes a été en ligne avec les anticipations : 1/ le parlement a rejeté pour la deuxième fois l'accord conclu par Theresa May et l'UE (le mardi 12 mars, à 390 voix contre 242, soit une marge de 149, par rapport à 230 lors du premier vote en janvier), 2/ il a exclu le mercredi 13 mars, à 321 voix contre 278, l'hypothèse d'une sortie sans accord de l'UE à n'importe quelle date future et 3/ il a approuvé (le jeudi 14 mars, à 412 voix contre 202) une motion qui permet à la Première ministre de demander à l'UE un report de la date de sortie, actuellement fixée au 29 mars 2019. Ce report serait de trois mois (jusqu'au 30 juin) si l'accord de May venait à être accepté lors d'un troisième vote le 19 mars prochain ou d'une durée plus longue (au-delà du 30 juin) si l'accord venait à nouveau à être rejeté.

Par ailleurs, le Parlement a rejeté plusieurs propositions, dont celle d'un second référendum, la majorité du Labour s'étant abstenue jugeant que le timing n'était pas le bon (seulement 85 députés ont voté pour). A également été rejetée l'option proposée par le Labour qui consistait à donner plus de temps au parlement pour trouver une solution au Brexit (avec un vote très serré de 314 contre 312).

La semaine prochaine s'annonce encore plus décisive que celle passée. Tout d'abord, le troisième vote sur l'accord de May mardi prochain. La Première ministre continue de faire jouer la course contre la montre. Le « no-deal » ayant diminué en probabilité, sa stratégie consiste à acculer les conservateurs eurosceptiques au choix binaire consistant à choisir entre son accord et un « no-Brexit » car une extension des négociations au-delà du 30 juin augmenterait les chances d'un soft Brexit, voire celles d'un « no-Brexit » et obligerait également la tenue d'élections européennes au mois de mai.

Plus important, Theresa May doit faire une demande officielle à l'UE pour une extension des négociations, probablement lors du Conseil européen des 21/22 mars prochain. Pour cela elle doit donner une justification crédible à sa demande. Une extension pour renégocier l'accord de retrait est d'emblée écartée car vouée à l'échec. Or, il n'existe pour le moment aucun consensus parlementaire, du moins pas de manière confirmée par un vote, pour un modèle quelconque de Brexit qui pourrait faire l'objet d'un amendement de la déclaration politique sur le cadre de la relation future avec l'UE. Du côté de l'UE, l'Article 50 du Traité de l'UE stipule qu'une extension doit être approuvée à l'unanimité par les 27 États membres. Or, il n'y a pas de consensus sur la question de la durée du prolongement et des conditions qu'il faudrait y attacher. Donald Tusk, le président du Conseil européen, a déclaré qu'il serait favorable à une extension longue pour permettre au Royaume-Uni de « repenser » son approche au Brexit lorsqu'il consultera les chefs d'État européens en amont du Conseil européen de la semaine prochaine.



**☑ Notre opinion** – *Beaucoup de bruit, pour pas grand-chose. A seulement quinze jours de la date officielle de sortie, l'incertitude quant à l'issue du Brexit reste entière à cause de l'impasse parlementaire. Même dans le cas d'un vote surprise de dernière minute en faveur de l'accord de retrait (ce qui ne nous paraît pas impossible compte tenu de la menace d'une longue extension), le processus de négociations devrait être prolongé, moyennant un accord par les 27. En dépit du vote contre un « no-deal » par le Parlement, le risque de « no-deal » reste l'option par défaut selon le Traité, si aucune alternative ne trouve son chemin au parlement.*

*L'UE ne devrait accepter une demande du Royaume-Uni pour une prolongation du délai de sortie au-delà du 30 juin qu'à une seule condition : un changement significatif de la position du Royaume-Uni quant aux objectifs du Brexit ou, si cela se révélait impossible, la mise en place de nouvelles élections comme moyen de redessiner le paysage politique dans l'espoir de sortir de l'impasse parlementaire.*

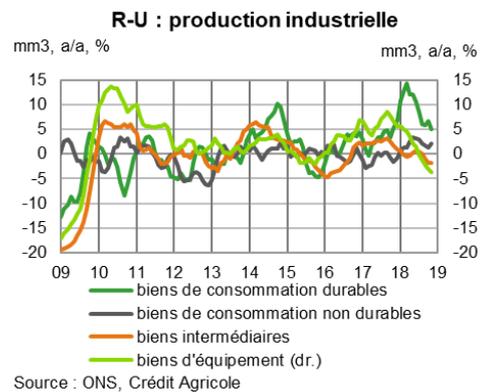
*Si l'accord de May ne passe pas d'ici le 29 mars, notre scénario continue de tabler sur un changement de la position officielle du gouvernement avec abandon de certaines lignes rouges afin de trouver un consensus avec l'opposition, ce à quoi elle devrait être obligée lors de « votes indicatifs ». Le pari de ce scénario est*

que les députés pro-européens de part et d'autre de l'échiquier politique prennent leurs responsabilités et réunissent leurs forces pour obliger le gouvernement à négocier un Brexit plus « soft » dans le cadre de la déclaration politique (par exemple, une union douanière permanente comme souhaité par le Labour ou un modèle norvégien). La probabilité d'un vote de confiance contre le gouvernement sera évidemment élevée et le risque d'élections anticipées significatif.

 Royaume-Uni : rebond de la production industrielle en janvier

La production manufacturière a rebondi au mois de janvier de 0,8% après avoir baissé de manière continue au cours des six derniers mois. Le taux de croissance sur un an reste négatif à -1,2% après un plus bas atteint en décembre à -2,1%. La production de biens d'équipement, principal contributeur à la faiblesse de la production manufacturière ces derniers mois, se stabilise en janvier après quatre mois de baisse et enregistre une chute de 4,8% par rapport à janvier 2018. Les productions de biens de consommation durables et non-durables augmentent respectivement de 0,9% et 1,9% en janvier (et de 2% et 3,4% sur un an). Celle de biens intermédiaires rebondit de 1,1% en janvier, mais baisse de 0,6% sur un an. Au total, la production industrielle augmente de 0,6% en janvier après cinq mois de

chute et son taux de croissance sur un an s'établit à -0,9%.



**Notre opinion** – Le détail montre une production de biens d'équipement toujours déprimée, en lien avec la faiblesse de l'investissement dans le contexte d'incertitude liée au Brexit et de ralentissement mondial. Par ailleurs, le comportement de stockage très prononcé que nous révélent les enquêtes pourrait expliquer le rebond de la production de biens de consommation en amont du Brexit (et celle des ventes au détail par ailleurs, en hausse de 1% en janvier, en particulier le fort rebond, 1,2%, des ventes de produits alimentaires).

## Europe centrale et orientale, Asie centrale

### Hongrie : une meilleure notation sans une véritable amélioration des perspectives

En plein tourments politiques entre Bruxelles et Budapest, l'agence de notation Fitch a relevé la notation de souverain hongrois de BBB- perspective positive à BBB assortie d'une perspective stable. Quelques jours auparavant, l'agence S&P avait réalisé exactement le même mouvement. Désormais, les deux agences évaluent la Hongrie à BBB.

Le principal motif de l'*upgrade* consiste dans l'amélioration du profil de dette du souverain. L'endettement public avait fortement augmenté lors de la crise financière de 2008 (environ 80% du PIB). Ainsi, l'orientation à la baisse depuis plusieurs années déjà est fortement saluée par les agences. Actuellement, la dette publique demeure encore très élevée (70% du PIB) mais ses projections sont favorables (66% du PIB à horizon 2020).

L'endettement externe est également en forte baisse passant de 157% des exportations en 2013 à 108% en 2018. Ce désendettement s'est effectué en partie suite aux efforts de maîtrise budgétaire, mais surtout grâce à une bonne dynamique économique de ces sept dernières années (3,8% de taux de croissance du PIB en moyenne sur cinq ans).

L'économie arrive très probablement à un point haut de son cycle qui, par ailleurs, est fortement stimulé par les fonds structurels de développement attribués par l'Union européenne.

En revanche, les perspectives pour les années à venir sont un peu moins encourageantes pour plusieurs raisons.

En premier lieu, l'économie hongroise est assez dépendante de la demande des industriels allemands et, dans un contexte de ralentissement de l'activité économique en Allemagne, les exportations

hongroises pourraient ralentir creusant ainsi le solde courant et la croissance du PIB.

Deuxièmement, les fortes tensions politiques entre le gouvernement de V. Orban et l'UE mettent sérieusement en danger l'enveloppe de financement dont bénéficie la Hongrie. Le pays est déjà en procédure relevant de l'Article 7 (dérives institutionnelles et atteintes à l'État de droit).

Les agences prennent bien évidemment en compte ce paramètre mais comme la procédure a peu de chance d'aboutir dans l'immédiat (puisqu'elle exige un vote à l'unanimité des pays membres), alors les restrictions financières ne viendront, selon les agences encore une fois, probablement qu'au moment des négociations de la prochaine répartition des fonds structurels (2021-2027). Une éventuelle diminution de cette enveloppe d'aide pourrait avoir un impact direct sur les investissements et donc la croissance.

Enfin, le gouvernement a annoncé il y a quelques semaines un très large programme budgétaire et fiscal pour soutenir la natalité et favoriser la vision « chrétienne » de la famille. Il inclut des aides financières à la naissance, des aides à l'acquisition des biens immobiliers et des suppressions d'imposition sur les revenus des femmes ayant plus de trois enfants. Le programme est très ambitieux et, par conséquent, il pourrait s'avérer très coûteux. La grande difficulté est d'arriver à mesurer l'amplitude financière de ces mesures qui est fonction d'une grande inconnue : « est-ce que les femmes vont jouer le jeu ? ».

Pour le moment, les agences n'intègrent pas dans leurs évaluations, et donc la notation du souverain, l'impact budgétaire de ces mesures faute de calculs fiables.

**☑ Notre opinion** – *Le moment choisi par les deux agences paraît étrange voire inapproprié, au vu de la situation politique assez tendue à la veille des élections européennes. La campagne électorale pour les élections européennes dirigée par V. Orban en Hongrie affiche un ton très sévère contre les institutions européennes. Les dirigeants de ces institutions sont devenus la cible de manipulation d'images et de discours de haine, en provoquant de véritables scandales au sein de l'UE. Les membres du PPE (Parti des chrétiens démocrates européens) s'apprêtent à voter l'exclusion du Fidesz de leur groupement, (dirigé par V Orban) pour les dérives jugées inacceptables.*

*Toutefois, ces dérives durent depuis plus de neuf ans maintenant et les actions pour les contrecarrer n'ont pas suffi à stopper la marche de l'empereur...*

*Une telle exclusion n'est par ailleurs pas forcément suffisante pour stopper V. Orban puisque le Fidesz pense déjà à ses futures alliances. La seule arme efficace, le volet financier, qui permet à V. Orban d'assurer le financement de ses politiques anti-européennes avec l'argent de l'Europe, ne peut être utilisé faute d'accord unanime et de structures prévues à cet effet... V. Orban est encore loin d'avoir dit son dernier mot.*

## Afrique du Nord, Moyen-Orient

### Israël : la crise et les incertitudes politiques internes affectent peu l'économie

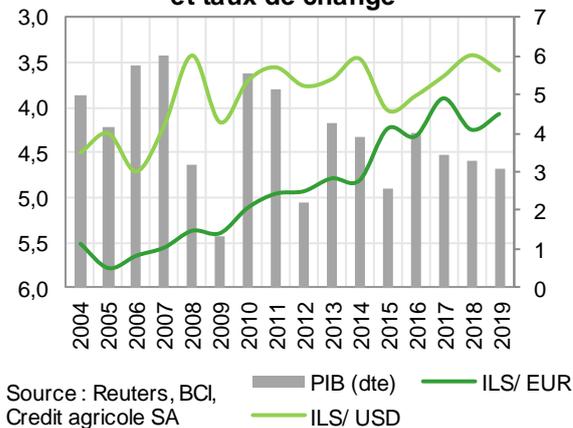
Les élections législatives d'avril prochain se déroulent dans un climat de tensions et d'incertitudes inhabituelles en Israël, compte tenu des procédures judiciaires pour faits de corruption visant le Premier ministre B. Netanyahu. La probabilité d'une mise en examen du Premier ministre avant la date des élections est assez forte. Le parti au pouvoir, le Likoud, est affecté par cette situation et pourrait perdre certains des trente sièges (25%) dont il dispose à la Knesset. Les législatives se déroulent à la proportionnelle pure et de nombreux de partis sont donc représentés au Parlement (actuellement dix). Cet éclatement oblige à des coalitions quasi systématiques comme actuellement entre le Likoud et des partis nationalistes et ultra-orthodoxes. Depuis 1988, aucun gouvernement n'est allé au bout de son mandat et celui-ci ne fait pas exception. Le challenger de B. Netanyahu est un ancien général, Benny Gantz, nouveau venu sur la scène politique israélienne et qui vient de créer un parti centriste : Hossen L'Yisraël. Si les sondages donnent ce parti assez proche du Likoud, la future coalition gouvernementale dépendra beaucoup de la force des partis « intermédiaires » et de leur capacité à former des coalitions.

De son côté, l'économie d'Israël reste bien orientée. L'année 2018 a été marquée par une croissance du PIB de 3,3% (après un T4 à seulement 2,8%), principalement tirée par la consommation des ménages (+4%) et les investissements publics. D'un point de vue sectoriel, ce sont les activités financières, le secteur extractif et les dépenses publiques qui performent le mieux tandis que le secteur de la

construction et des transports marquent le pas. Les principaux indicateurs macroéconomiques sont également de bonne qualité : des excédents courants réguliers, un déficit budgétaire contenu mais qui va passer à 3% du PIB en 2018, permettant néanmoins une baisse de l'endettement.

Pour 2019, les grandes tendances de l'économie devraient se poursuivre avec une croissance assez stable. En revanche, le pays devra accentuer ses améliorations structurelles, notamment dans les domaines de l'éducation, des infrastructures et réduire les inégalités sociales qui restent élevées. Un retournement de cycle pourrait toutefois rendre l'activité un peu moins vigoureuse au cours des prochains trimestres.

**Israël : croissance du PIB et taux de change**



**Notre opinion** – *L'environnement externe est également plus préoccupant, notamment avec la fin programmée du conflit en Syrie et le risque d'une implantation durable des milices iraniennes dans ce pays et des possibles liaisons terrestres et militaires avec le Hezbollah libanais.*

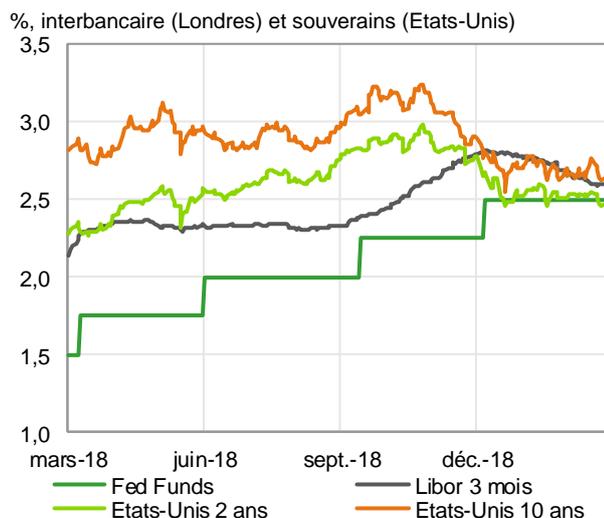
### Liban : une dette publique soutenue par la Banque centrale

La dette publique libanaise s'élève à 85 Mds USD à fin 2018, soit 150% du PIB. 31% de cette dette (exclusivement en monnaie locale) est détenue par la Banque du Liban (BdL), la banque centrale. La BdL a mis en place ce système en 2016. Ce pourcentage est très élevé et pose le problème de la consanguinité entre émetteur de dette souveraine et créancier « souverain ». A titre de comparaison, la

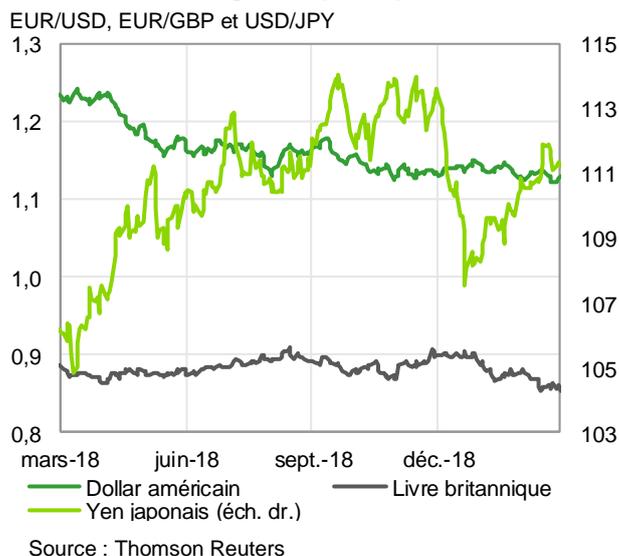
banque centrale européenne détient entre 15 et 25% de la dette souveraine des États de la zone euro (18% pour la France), mais cette dette est rachetée sur le marché secondaire (donc sans impact sur les prix) et s'inscrit dans un schéma (temporaire) de soutien aux économies affectées par la crise financière il y a dix ans.

## Tendances à suivre

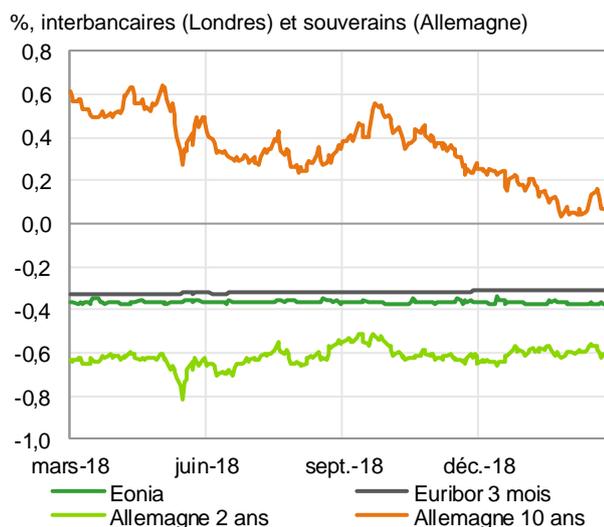
### Taux d'intérêt en dollar américain



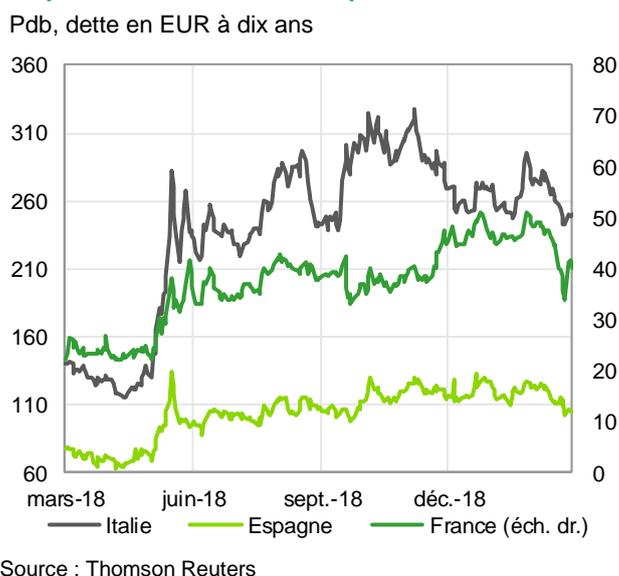
### Taux de change des principales devises



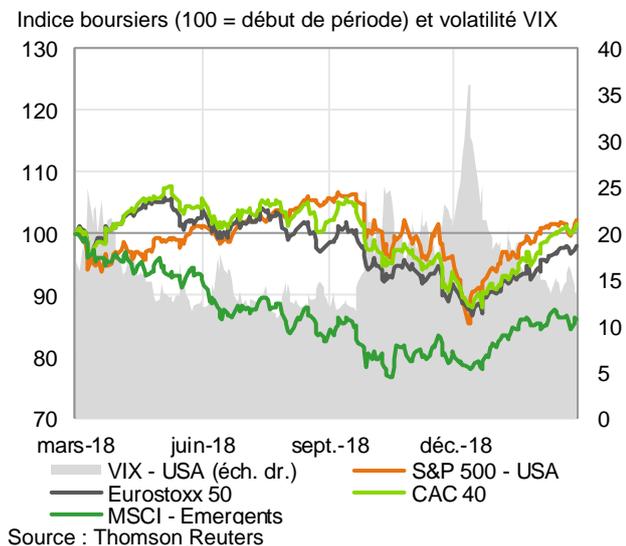
### Taux d'intérêt en euro



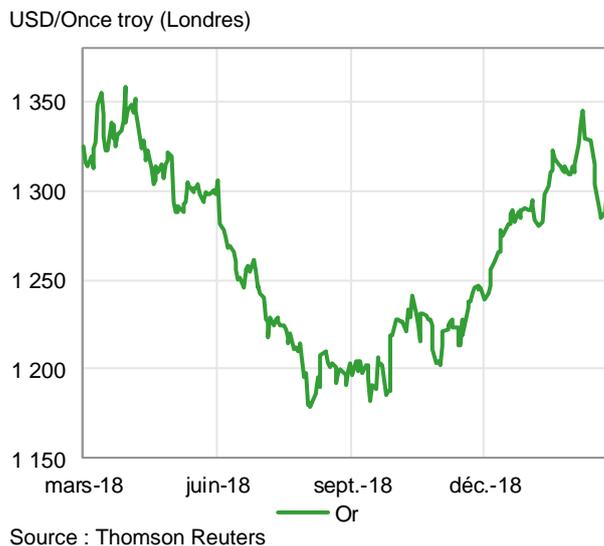
### Spreads souverains européens avec le Bund



### Marché actions

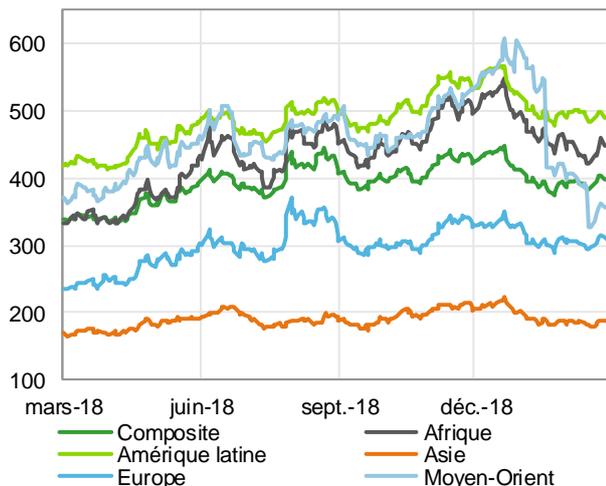


### Cours de l'once d'or



### Spreads souverains émergents avec le T-Bond

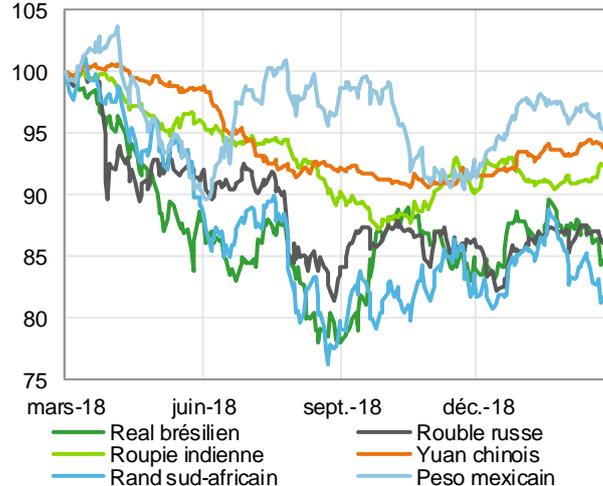
Indices EMBI+ (pdb, dette en USD de plus d'un an)



Source : JP Morgan

### Devises émergentes

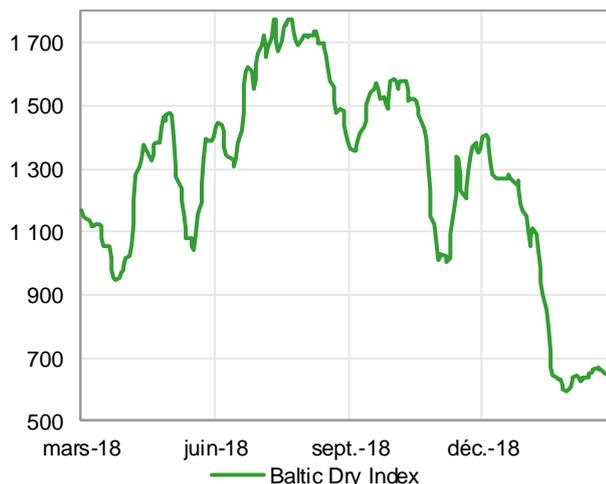
/USD (indice 100 = début de période)



Source : Thomson Reuters

### Coût du transport maritime de vrac sec

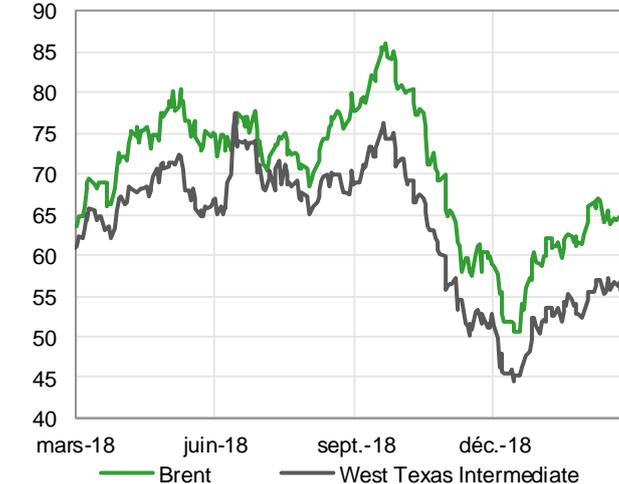
Baltic Dry Index (USD/point)



Source : Baltic Exchange

### Cours du baril de pétrole brut en USD

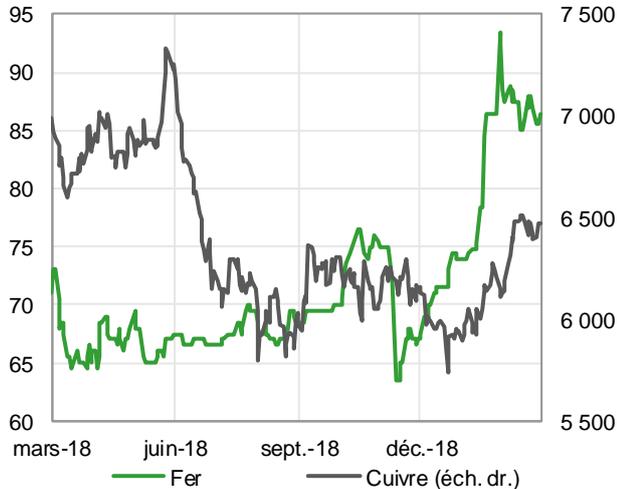
Brent (mer du Nord) et WTI (golfe du Mexique)



Source : Thomson Reuters

### Cours des métaux

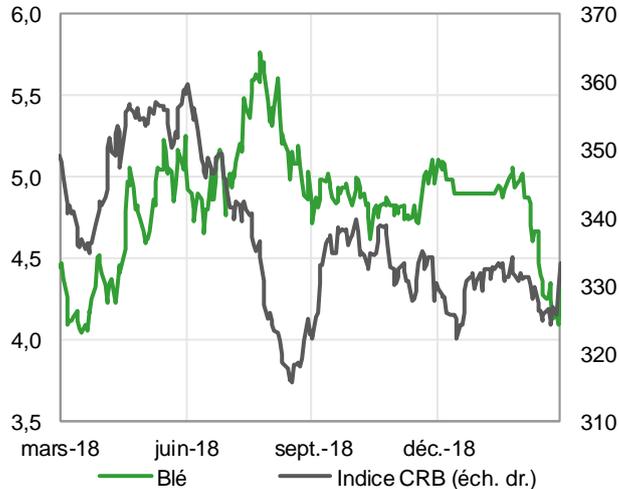
USD/tonne métrique



Sources : Steel Home, London Metal Exchange

### Agriculture

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



Sources : USDA, CRB

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

MAJ le 14/03/2019

[Vous pouvez consulter nos prévisions économiques et financières sur notre site Internet.](#)

Consultez nos dernières parutions en accès libre sur Internet :

| Date       | Titre  | Thème                      |
|------------|--|----------------------------|
| 13/03/2019 | <u>France – Établissements de santé : Tendances à mi-mars 2019</u>   | France, Sectoriel          |
| 12/03/2019 | <u>Italie – Conjoncture : Bilan macroéconomique et bancaire</u>  | Italie, Macro-éco, Banques |
| 08/03/2019 | <u>Monde - L'actualité de la semaine</u>   | Monde                      |
| 01/03/2019 | <u>Monde – L'actualité de la semaine</u>   | Monde                      |
| 19/02/2019 | <u>France - Travail temporaire : tendances à mi-février 2019</u>   | France, Sectoriel          |
| 13/02/2019 | <u>ECO Tour 2019 : Perspectives économiques des grands secteurs de l'industrie en France</u>                 | Sectoriel, Macroéconomie   |
| 11/02/2019 | <u>France – Immobilier résidentiel : évolutions récentes et perspectives 2019</u>                            | France, Immobilier         |
| 04/02/2019 | <u>PRISME – L'analyse de la conjoncture et de l'actualité agricole et agroalimentaire du Crédit Agricole</u> | Sectoriel, Agri-Agro       |
| 30/01/2019 | <u>France – Comptes trimestriels T4 2018 : une croissance du PIB légèrement meilleure qu'attendu</u>         | France                     |
| 28/01/2019 | <u>France – Marché du travail : freinage des créations d'emploi en 2018-2019</u>                             | France                     |
| 21/01/2019 | <u>Allemagne – Scénario 2019-2020 : vers une normalisation du rythme de croissance</u>                       | Allemagne                  |
| 16/01/2019 | <u>France – Scénario 2019-2020 : pouvoir d'achat plus dynamique, mais nette dégradation des indicateurs</u>  | France                     |
| 21/12/2018 | <u>Monde – Scénario macro-économique 2019-2020 : de nombreux virages à bien négocier</u>                     | Monde                      |
| 14/12/2018 | <u>France – Crise des gilets jaunes, quelles conséquences économiques ?</u>                                  | France                     |
| 26/11/2018 | <u>France – Retraites : État des lieux, et enjeux de la future réforme</u>                                   | France                     |
| 26/11/2018 | <u>Chine – Au-delà du risque financier</u>   | Emergents                  |
| 15/11/2018 | <u>Allemagne – Enjeux politiques : tourner la page des années Merkel</u>                                     | Allemagne                  |
| 14/11/2018 | <u>Infographie – Aéronautique : dix ans de low-cost</u>  | Sectoriel                  |
| 12/11/2018 | <u>Gaz Naturel en Europe : 2020, année de transition</u>   | Energie                    |
| 05/11/2018 | <u>France - Transports routiers de marchandises : Tendances à début décembre 2018</u>                        | France, transports         |
| 05/11/2018 | <u>Webzine Innovation Santé en partenariat avec les « Village by CA »</u>                                    | Santé                      |
| 31/10/2018 | <u>Aéronautique - Moteurs ! Ça tourne ! Action !</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 :** Ticiano BRUNELLO, Olivier ELUERE, Ludovic MARTIN, Paola MONPERRUS-VERONI, Anna SIENKIEWICZ, Sofia TOZY, Philippe VILAS-BOAS

**Royaume-Uni, Irlande, pays scandinaves :** Slavena NAZAROVA

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

**Asie :** Sylvain LACLIAS

**Amérique latine :** Catherine LÉBOUGRE

**Afrique du Nord, Moyen-Orient :** Olivier LE CABELLEC

**Afrique sub-saharienne :** Anne-Lise AURICHE

**Documentation :** Dominique PETIT, Elisabeth SERREAU

**Statistiques :** Robin MOURIER

**Réalisation et Secrétariat de rédaction :** Véronique CHAMPION – Fabienne PESTY

**Contact :** [publication.eco@credit-agricole-sa.fr](mailto: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.*