

# Perspectives

Hebdomadaire – N°19/093 – 24 mai 2019

## MONDE – L'actualité de la semaine

### 👉 Laboratoires monétaires

Tout a concouru cette semaine à déprimer les marchés et pousser à la baisse les cours des actions et les taux d'intérêt sans risques. Les taux longs (10 ans) américains se sont temporairement repliés sous 2,3% (pour la première fois depuis octobre 2017). A 2,33%, les rendements à 10 ans et le taux effectif des fonds fédéraux sont aujourd'hui inversés : une telle inversion de la courbe a précédé les trois dernières récessions. Le Bund s'effrite. Le *spread* France est stable (38 bp qui n'offrent cependant qu'un rendement de 0,28%) alors que le sud de l'Europe (en cette période de disette et de maigres rendements) voit ses primes de risque se contracter. A la source principale d'inquiétudes, l'escalade dans le conflit sino-américain qui déborde largement les frontières des seuls échanges commerciaux, se sont donc agrégées la déception (relative) issue des données économiques en provenance d'Allemagne et des États-Unis, la baisse des anticipations d'inflation, les turbulences entourant les perspectives de *Brexit*, les élections européennes. Seul élément réconfortant (ou tout au moins non anxiogène), les minutes des « grandes » banques centrales publiées cette semaine et leur biais durablement accommodant. Au-delà des justifications traditionnelles de leur politique, ces minutes renseignent utilement sur les interrogations respectives de la *Federal Reserve* et de la BCE : interrogations relatives, à la fois, à la mesure appropriée de l'inflation et aux outils monétaires à mettre en œuvre.

Le procès-verbal du FOMC du 1<sup>er</sup> mai réaffirme ainsi que la Fed est disposée à être patiente et qu'aucun argument solide en faveur d'une hausse ou d'une baisse des taux d'intérêt ne prévaut. Le fléchissement de l'inflation (indice des prix des *Personal Consumption Expenditures*) est considéré comme transitoire par certains participants, soulignant que l'inflation mesurée par la moyenne ajustée des variations les plus inhabituelles est plus adaptée pour juger de l'inflation. Celle-ci serait demeurée stable, soit près de 2%. Certains observateurs insistent néanmoins sur l'augmentation des risques baissiers, notamment celui de voir les anticipations d'inflation à long terme se replier sous des niveaux incompatibles avec la cible de 2%. Le FOMC a également discuté de la normalisation de son bilan et des avantages et inconvénients d'un portefeuille plus court par rapport à un portefeuille « proportionnel » (maturité moyenne identique à celle du marché). Aucune décision quant à la composition du portefeuille cible à long terme n'a encore été prise. Mais, il est intéressant que soit mentionnée clairement l'utilisation du bilan (taille, composition et maturité) comme outil de politique monétaire complémentaire à celui (principal) du taux d'intervention.

Quant aux minutes de la réunion de la BCE d'avril, elles confirment la faiblesse de l'inflation courante, l'absence de transmission des pressions salariales aux prix, le repli des anticipations d'inflation. La détérioration des anticipations d'inflation semble perçue plutôt comme une réaction à l'affaiblissement des perspectives économiques que comme un manque d'ancrage des anticipations d'inflation. Outre les risques baissiers sur le scénario (persistence des incertitudes géopolitiques qui pèsent sur la confiance), la faiblesse de l'inflation justifie le maintien d'une politique accommodante aussi longtemps que cela sera nécessaire pour permettre à la croissance de se redresser et ainsi à l'inflation de converger vers

la cible. Les minutes nous renseignent également sur la lecture qui doit être faite des nouveaux TLTRO (TLTRO-III ; les nouveaux prêts doivent débiter en septembre.) i.e. leur « degré de générosité » et les dissensions à l'intérieur du Conseil. Certains membres de la BCE semblent favorables à l'utilisation des TLTRO-III comme un outil complémentaire destiné à être utilisé en cas de tensions fortes (une sorte de « garantie » à manier avec parcimonie) et pourraient pencher en faveur de conditions moins généreuses. D'autres membres semblent enclins à l'utilisation des TLTRO comme outil de politique monétaire. Les conditions pourraient ainsi ne pas se durcir ce qui serait compatible avec la nécessité de conserver un environnement financier (et pas seulement monétaire) globalement accommodant.

Alors que la banque du Japon a déjà, en termes de politique monétaire, fait preuve d'une grande capacité d'innovation en tentant de gérer les taux longs, les exemples de la *Federal Reserve* ou de la BCE illustrent que l'utilisation d'outils non conventionnels reste d'actualité. Compte tenu de la baisse du taux neutre (dont on se demande à quel niveau il peut bien se situer...), l'usage des seuls taux d'intérêt (même s'ils demeurent l'outil principal de l'arsenal monétaire) semble devoir être complété par d'autres instruments.

☞ Laboratoires monétaires.....	1
☞ Le temps long de Sun Tzu contre le temps court des cow-boys .....	2
☞ Zone euro : vers un deuxième trimestre de croissance plus modeste.....	4
☞ France : stabilité du climat des affaires Insee et remontée du PMI composite en mai.....	4
☞ Allemagne : la solide croissance du T1 ne permettra toutefois pas d'éviter le ralentissement de la croissance annuelle.....	5
☞ Autriche : du « socialement acceptable » au « politiquement intréquentable », il n'y a qu'un pas !.....	6
☞ Italie : bonnes nouvelles du front de l'immobilier résidentiel et de la construction .....	6
☞ Italie : élections européennes, le vrai enjeu est national .....	7
☞ Espagne : une rentrée parlementaire agitée.....	8
☞ Belgique : super dimanche électoral .....	8
☞ Royaume-Uni : l'inflation reste sage .....	10
☞ Brexit : derniers jours de Theresa May en tant que Première ministre .....	10
☞ Roumanie : la croissance du PIB surprend positivement au premier trimestre 2019 .....	11
☞ Chine : des effets de l'affrontement commercial avec les États-Unis .....	12
☞ Hong Kong : extradition.....	12
☞ Indonésie : réélection de M. Widodo.....	12
☞ Mexique : l'œil (doublement) critique de Moody's.....	13
☞ Egypte : soutenue par une opinion positive des marchés financiers, la livre égyptienne continue de s'apprécier .....	14
☞ Angola : vers une sortie de récession en 2019 ?.....	15
☞ RDC : le président nomme Sylvestre Ilunga comme Premier ministre .....	15

## Editorial

### Le temps long de Sun Tzu contre le temps court des cow-boys

D'abord une proposition. Faisons un détour théorique et appliquons la grille des sciences politiques à ce qui est en train de se passer. Après tout, Keynes était un étudiant en sciences politiques !

Prenons par exemple les idées des courants néo-réalistes<sup>2</sup>. En résumé, dans une situation dite de « transition hégémonique », la puissance déclinante va nécessairement devenir très offensive. D'abord contre la puissance montante, mais aussi contre le système international tout entier, dont elle considère qu'il ne défend plus ses intérêts. Car tout système global est dessiné en fonction de deux critères : les intérêts de cette puissance dominante d'une part (entendre le mot intérêt dans un sens large : économique, idéologique, politique, ...) et l'équilibre des puissances relatives d'autre part (économique, militaire, idéologique, etc.). Mais quand l'équilibre des puissances à l'intérieur du système est bousculé et/ou quand les préférences évoluent dans les pays dominants, eh bien c'est tout le système international qui entre en crise, et c'est la puissance dominante elle-même qui va le détruire... Derniers points d'attention : l'affrontement va avoir lieu dans tous les domaines de puissance (« hard, soft, smart power ») et surtout, il va se poursuivre tant que les intérêts à moyen terme de la puissance déclinante sont plus élevés que ses coûts de court terme à détruire le système.

Aujourd'hui, Trump nous a donné lui-même les règles coût/intérêt du changement de système qu'il est en train de mener tambour battant : peu importe le coût économique, aurait-il déclaré. Et il est clair qu'il a en ce moment un gain politique à se présenter comme le pourfendeur de la Chine. Evident face à Joe Biden. Plus difficile face à un candidat qui serait sur la ligne de Sanders. Car ce dernier est protectionniste, et il faudra donc, si c'est le cas, que Trump aille loin dans l'affrontement, pour que cela reste un argument clivant électoralement.

### C'était le « bon » moment pour les Américains

Dans le domaine économique, bien qu'il soit difficile de chiffrer qui va souffrir le plus, deux choses sont certaines, qui expliquent que les États-Unis sortent du bois.

D'une part, la Chine est en transition de modèle vers une économie plus axée sur les services et la technologie. Et c'est vital vu sa structure démographique, qui l'entraîne vers des taux de dépendance élevés à partir de 2030. S'il fallait casser cette transition, et par là, stopper l'ascension

hégémonique chinoise, eh bien c'était effectivement maintenant.

D'autre part, l'affirmation autoritaire de Xi a suscité des critiques au sein du parti, car l'aspect semi-consensuel des pouvoirs chinois a presque disparu. Bon moment également, vu du côté américain, pour exercer des pressions. Reste que ce genre de politiques a souvent l'effet inverse, car elle exacerbe le nationalisme et resserre les populations autour des *leaders* forts. Les États-Unis ont d'ailleurs tendance à se tromper quand ils appliquent ces stratégies. Et il est possible qu'ils sous-estiment la capacité économique et mentale du pays de la Grande Marche à s'inscrire dans le temps long de la résistance. Ils ont ainsi sous-estimé la capacité des Russes à manger de la mozzarella nationale pour prouver leur patriotisme<sup>3</sup> (bien que cela ait des limites...). Reste à savoir comment les Chinois vont jauger les rapports de force relatifs et s'ils vont appliquer les conseils stratégiques de Sun Tsu – qui consistent notamment à paraître faible pour acheter du temps, quand on est face à plus fort – ou si la question du risque d'humiliation va l'emporter.

### Dans ce contexte, que penser de l'affaire Huawei ?

L'affaire Huawei marque le déploiement de l'affrontement hégémonique à une nouvelle sphère de puissance. C'est l'espace technologique qui est en jeu, et pour ceux qui aiment la géopolitique, cela rappelle furieusement cette notion de *Nomos*<sup>6</sup>, qui pose l'idée qu'à chaque époque, correspond un espace et une répartition politique de cet espace. C'est même le sens du mot géopolitique, qui mêle politique et géographie. Aujourd'hui, il y a affrontement pour le cyber-espace, pour l'espace du marché (économique), pour l'espace technologique, mais il y a aussi un retour de l'espace géographique, avec la question de la Mer de Chine, de l'Océan indien et des détroits stratégiques à contrôler, à commencer par celui de Taïwan où patrouillent depuis juillet des navires américains. Cette semaine, la présence de deux bateaux ont fait écrire aux journalistes du *China Daily* « qu'il n'y avait aucune garantie que la présence de navires de guerre américains aux portes de la Chine n'entraîne pas une confrontation militaire directe ».

L'épisode Huawei marque aussi un risque d'escalade qui est désormais perçu dans les marchés du monde entier – marchés boursiers secoués, mais aussi baisse du zinc ou du cuivre et, à l'inverse, montée de certains fonds immobiliers ou du yen (vive les valeurs refuge !)... Vont donc être scrutés dans les mois qui viennent les effets directs

<sup>2</sup> R. Gilpin, *War and change in world politics*, 1981

<sup>3</sup> Les sanctions américaines ont stimulé en Russie la substitution aux importations, notamment dans le domaine agro-alimentaire.

<sup>6</sup> Carl Schmitt, *Le nomos de la terre*, 1950

des mesures américaines sur les secteurs concernés, mais aussi les achats d'or par la Chine (qui augmentent) ou de bons du Trésor américain par les Chinois (qui baissent mais l'enjeu est violent pour les deux pays) ou les flux touristiques chinois vers les États-Unis (qui chutent, ce qui contribuera au déficit courant américain). Bref, tous les signaux, et dans tous les domaines, qui vont pointer l'affrontement de puissance.

Enfin, l'affaire Huawei marque certainement un mouvement d'anticipations important. Pour les investisseurs à long terme, la réflexion sur la restructuration des chaînes de valeur va s'accélérer, quel qu'en soit le coût. Mais les choix stratégiques qui vont être faits vont correspondre, à la vérité, à des scénarios géopolitiques : soit se rapprocher de la sphère d'influence chinoise ; soit parier sur un retour de l'atlantisme, porté par un couple Trump-Brexiters. Quelque chose de cet ordre-là...

Sur les marchés financiers, les déboires de Huawei vont avoir un effet positif : on va pour un temps sortir de la confusion qui consistait à assimiler les

événements avec les tendances de fond, souvent sans grille d'analyse politique solide, et à sur-réagir aux événements de court terme. En résumé, un accord commercial signifiait la fin des tensions. Eh bien non : l'affaire Huawei est là pour le prouver. Et attention à l'utilisation des outils de *big data* qui, traquant les mots de la tension, ne font qu'accroître la confusion entre événement et tendance, jusqu'à envoyer de faux signaux dans les moments d'apaisement.

Voilà.

La bascule géopolitique est donc plus clairement engagée, et plus visible. Les stratégies politiques vont prendre la main, avec des leaders forts et leurs chemins d'affirmation personnelle. Reste à espérer que les lectures du monde à la Clausewitz ou René Girard<sup>7</sup>, où la montée aux extrêmes correspond aussi aux tréfonds de la nature humaine, se heurteront aux interdépendances tissées par la globalisation économique et aux impératifs écologiques globaux.

---

<sup>7</sup> René Girard, *Achever Clausewitz*, 2007

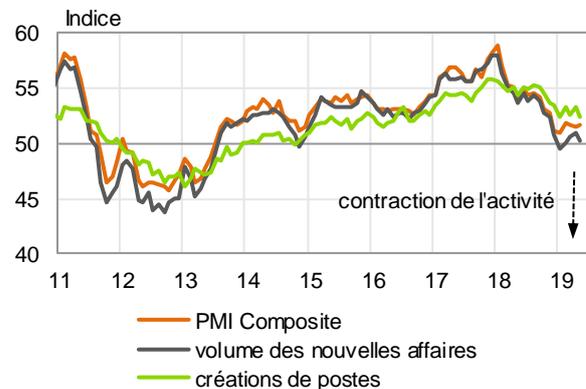
## Zone euro

### Zone euro : vers un deuxième trimestre de croissance plus modeste

L'indice composite d'activité des directeurs d'achat au mois de mai ressort en légère hausse à 51,6 points après 51,5 points au mois d'avril. Toutefois, le rythme de croissance est jugé faible et s'apparente à celui observé au milieu de l'année 2013. L'indice de production manufacturière continue d'afficher un repli (à 49 points) mais bien moindre que celui observé lors des deux derniers mois. L'indice d'activité dans les services demeure en phase d'expansion mais suggère un ralentissement patent (à 52,5 points, il enregistre son plus bas niveau depuis quatre mois). Le volume des nouvelles affaires atteint le seuil de stagnation à 50,1 points en mai après 51 points en avril. Le rythme de créations d'emplois s'avère moins soutenu du fait de la contraction de l'emploi dans le secteur industriel (dernier repli constaté en novembre 2013) tandis que l'emploi dans les services se tasse. L'activité se redresse en France (51,3 points après 50,1 points) et en Allemagne (52,4 points après 52,2 points) mais le profil de croissance diffère entre les deux pays. En France, les activités industrielles et les services

s'accroissent au mois de mai alors qu'en Allemagne le secteur industriel reste en recul et les services ralentissent compensant tout juste le déclin industriel.

UEM : indicateurs d'activité



Sources : IHS, Crédit Agricole S.A.

**☑ Notre opinion** – Les enquêtes d'activité pointent vers une croissance plus modérée à 0,2% en variation trimestrielle au deuxième trimestre en zone euro (après 0,4% au T1). Le recul de l'activité industrielle s'affaiblit mais la croissance des activités de services s'amenuise également, mettant ainsi à mal la croissance globale. Le contexte d'incertitudes grandissantes sur le développement de la guerre commerciale entre les États-Unis et la Chine pèse sur la demande extérieure qui semble demeurer atone au T2.

### France : stabilité du climat des affaires Insee et remontée du PMI composite en mai

En mai, l'indice PMI composite se redresse par rapport à avril (51,3 après 50,1), au plus haut depuis six mois. Cela se justifie par une hausse de l'indice PMI dans les services, (51,7, un plus haut de six mois, après 50,5), et dans l'industrie manufacturière, à 50,6, après 50 (un plus haut de trois mois). Il s'inscrit désormais clairement en phase d'expansion.

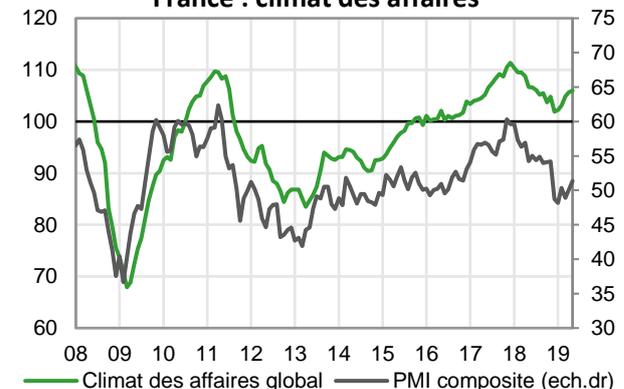
Le climat des affaires Insee est stable et s'établit à 106 en mai, au-dessus de sa moyenne de longue période (100). A noter également que par rapport à sa première estimation, l'indicateur synthétique du climat des affaires d'avril a été révisé à la hausse d'un point.

Par secteurs, et par rapport au mois précédent, l'indicateur du climat des affaires perd deux points dans le commerce de détail (104) et un point dans les services (106). Il est stable dans le bâtiment (111) et le commerce de gros (106). En revanche, il rebondit de 3 points dans l'industrie manufacturière (104). Les industriels sont plus optimistes, avec, pour les perspectives personnelles de production, un solde d'opinion qui retrouve son niveau du mois de mars à 13, après 6 en avril, et se situe bien au-dessus de sa moyenne de longue période (5). Le

solde d'opinion associé aux perspectives générales de production dans l'industrie est également en hausse à 4 après -2 en avril (au-dessus de sa moyenne de longue période, -8).

Par ailleurs, le climat de l'emploi se dégrade (à 105) après avoir été stable pendant les deux mois précédents mais reste à un niveau relativement élevé et au-dessus de sa moyenne de longue période (100).

France : climat des affaires



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

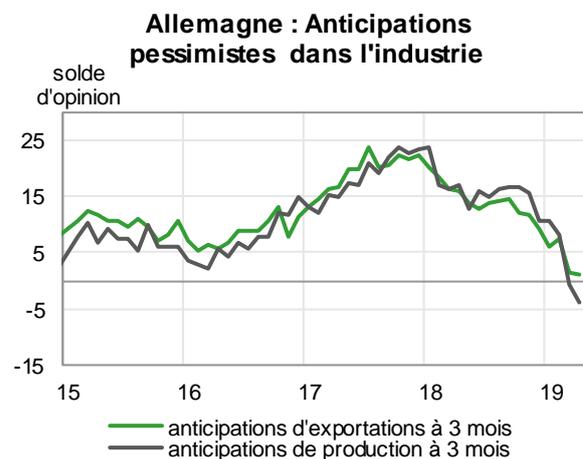
**☑ Notre opinion** – Le climat des affaires de l'Insee est stable en mai, à 106 points, 4 points au-dessus de son point bas de décembre 2018, mais se redresse assez nettement dans l'industrie. Ces données et celles de l'enquête PMI (qui bénéficie de sa plus forte hausse depuis près de six mois) suggèrent une amélioration des performances du secteur privé en mai. On peut noter toutefois que le climat des affaires PMI calculé par Markit reste assez bas et donne une vision plus dégradée de la conjoncture que le climat des affaires calculé par l'Insee, compte tenu de son net recul enregistré en décembre lors des événements liés aux manifestations des gilets jaunes.

Ces niveaux du climat des affaires sont des indicateurs avancés cohérents avec notre prévision de croissance du PIB au deuxième trimestre (+0,4%). L'optimisme des entreprises est probablement lié à l'apaisement relatif de la crise sociale et à l'impact attendu des plans de soutien du gouvernement. Il confirme la bonne dynamique du marché de l'emploi et des prévisions d'investissement des industriels et laisse espérer le maintien d'une croissance assez soutenue, 1,4% en 2019.

**👉 Allemagne : la solide croissance du T1 ne permettra toutefois pas d'éviter le ralentissement de la croissance annuelle**

La croissance allemande a surpris à la hausse au premier trimestre 2019 alors que nous n'anticipions qu'une modeste reprise. Le PIB a en effet augmenté de 0,4% en variation trimestrielle au T1 après avoir stagné au T4-2018 et reculé de 0,2% au T3. Le détail des composantes indique que c'est la demande domestique qui a principalement tiré l'activité du trimestre. L'investissement en machines et équipements a augmenté de 1,2% sur le trimestre et celui dans la construction de 1,9%. La consommation des ménages a bondi de 1,2% après 0,3% au trimestre précédent. Les dépenses des administrations publiques ont en revanche ralenti progressant au rythme de 0,3% au T1 après une forte accélération au T4 (+1,2%). Les exportations nettes ont également contribué positivement à la croissance du trimestre (+0,4 point de PIB). Les exportations ont en effet augmenté de 1% et les importations de seulement 0,7%. La variation des stocks signale un mouvement de déstockage massif retirant 0,8 point à la croissance trimestrielle du PIB. La demande domestique a été soutenue par la croissance des salaires et de l'emploi au T1 mais surtout par le fort dynamisme de l'investissement en construction en raison d'un climat tempéré en début d'année. La demande extérieure a regagné quelques couleurs en raison d'un effet de rattrapage sur le dernier semestre de 2018, particulièrement défavorable à l'économie allemande. Toutefois, ce regain de croissance ne devrait être que de courte durée car il est basé en partie sur des facteurs temporaires qu'on ne retrouvera probablement pas lors des trimestres suivants. L'accélération de l'investissement dans la construction n'est qu'épisodique et

surtout, le secteur industriel qui représente une part conséquente de la valeur ajoutée du pays, ne se redresse pas. En rythme annuel, la grande majorité des secteurs industriels sont en recul en mars et les commandes toujours en baisse bien que plus modérément. Les enquêtes sur le climat des affaires en Allemagne font ressortir une situation moins propice aux affaires au mois de mai que lors des quatre premiers mois de l'année et les anticipations globales demeurent décevantes. Dans l'industrie, les perspectives à trois mois et les exportations sont également estimées moins avantageuses. C'est la raison pour laquelle, nous ne pensons pas que l'économie allemande puisse tenir un rythme de croissance aussi élevé au prochain trimestre, bien qu'une reconstitution des stocks puisse venir soutenir la croissance au cours des prochains mois.



**☑ Notre opinion** – La croissance allemande a mieux résisté que prévu à l'effet récessif du secteur industriel au T1 grâce à l'accélération de la croissance des services. Le contexte mondial étant plus incertain en raison du retour des pressions commerciales entre les États-Unis et la Chine, la demande extérieure risque de nouveau de peser sur la croissance du prochain trimestre. L'absence de sursaut franc et significatif de l'activité industrielle met également à mal le rythme de croissance du second trimestre, les services pouvant difficilement soutenir seul et durablement la croissance annuelle du pays.

 **Autriche : du « socialement acceptable » au « politiquement infréquentable », il n'y a qu'un pas !**

Le gouvernement autrichien de coalition a volé en éclats suite aux révélations par deux quotidiens allemands d'une vidéo accablant le vice-chancelier et dirigeant du parti de la liberté FPÖ (parti nationaliste d'extrême droite), Heinz-Christian Strache, de possible corruption et de collusion avec une puissance étrangère. Celui-ci a intégré le gouvernement de coalition dirigé par les conservateurs de l'ÖVP en décembre 2017 après un score de 26% aux législatives, au coude-à-coude avec la deuxième force politique du pays (les sociaux-démocrates du SPÖ). Sa participation s'est faite au bénéfice d'une alliance jugée impossible (après des années d'une cohabitation stérile) entre les conservateurs de l'ÖVP et les sociaux-démocrates du SPÖ (coalition au pouvoir de 2007 à 2016). Son ascension gouvernementale s'explique avant tout par le contexte migratoire que traversait alors l'Autriche. La vague d'immigration de l'été 2015 à travers la route des Balkans a poussé les conservateurs autrichiens à fermer temporairement les frontières avec leurs voisins et à faire de la question migratoire une priorité de politique nationale. La découverte d'une réunion à l'été 2017 (avant son entrée au gouvernement) au cours de laquelle le vice chancelier Strache s'est dit prêt à négocier des contrats publics avec des oligarques russes en échange de leur soutien

financier et médiatique durant la campagne législative a mis un coup d'arrêt à la poursuite de l'actuel gouvernement de coalition. Monsieur Strache s'est vu contraint de démissionner tandis que son ministre de l'Intérieur, également secrétaire général du parti au moment des faits a été révoqué par le chancelier, provoquant la démission en cascade de la totalité des ministres du FPÖ présents dans ce gouvernement. Le chancelier Kurz, en accord avec le président fédéral, s'est alors engagé à organiser de nouvelles élections législatives pour septembre prochain. Mais le parti social-libéral JETZT a déposé une motion de défiance qui devrait être soumise au vote du parlement le lundi 27 mai. En cas de rejet du vote de défiance, le chancelier Kurz pourra élaborer un gouvernement technique en attendant les élections anticipées de septembre. Mais en cas d'adoption (résultant d'un soutien du SPÖ et/ou du FPÖ), des élections anticipées devront se dérouler au plus vite.

Dans tous les cas, il est probable que les futures élections aboutissent à un paysage politique plus divisé et ne permettent pas l'émergence d'une majorité parlementaire ce qui ouvrirait la voie à l'élaboration d'un gouvernement minoritaire disposant de faibles marges de manœuvre en matière de réformes.

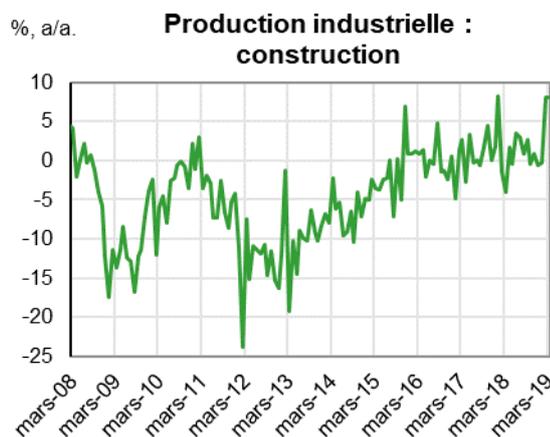
 **Notre opinion** – *Le chancelier Kurz fait face à une grave crise gouvernementale après un an et demi de cohabitation avec le sulfureux parti de la droite nationaliste, le FPÖ. Les révélations sur son partenaire de coalition jettent le discrédit sur la probité gouvernementale et remettent en cause son choix controversé d'alliance avec le mouvement d'extrême droite. Au niveau européen, l'événement n'est pas passé inaperçu à une semaine des élections européennes où justement l'alliance des populistes de droite menée par Matteo Salvini compte effectuer une percée historique au détriment des partis traditionnels en perte de vitesse dans la plupart des pays européens. La question est si l'électorat du FPÖ en sortira renforcé évoquant une « confiscation du pouvoir » ou s'orientera vers l'ÖVP ou vers l'abstention.*

 **Italie : bonnes nouvelles du front de l'immobilier résidentiel et de la construction**

Après la forte progression de février (+3,8% en rythme mensuel), la production de la construction a reculé de -0,9% au mois de mars. Suivant un T4 2018 en légère baisse, la production enregistre un rebond marqué au T1 2019 (+3,9% sur le trimestre).

La progression a été de 8,1% par rapport à mars 2017, lorsque la production avait enregistré une forte baisse.

Ces données confirment la bonne santé du marché résidentiel qui a conclu l'année 2018 en forte progression. Les transactions, au nombre de 580 000, ont retrouvé le pic de 2010. La progression des transactions profite de la hausse du revenu disponible des ménages, de la baisse des prix (qui n'a pas encore atteint sa fin) et de la diminution des taux d'intérêt. Le coût relatif (prix en pourcentage du revenu disponible) d'un achat est en baisse (-0,2% sur un an) ainsi que la mensualité moyenne (- 2,1%). Avec un taux moyen sur les prêts de 2,2% et une maturité moyenne de 22,9 ans, le nombre de transactions adossées à un prêt a continué d'augmenter (8,8% en 2018) avec une part du prêt dans le montant d'achat de 71%. L'indice d'accessibilité n'a fait qu'augmenter et 78% des ménages peuvent aujourd'hui accéder à un achat immobilier.



Source : Istat, Crédit Agricole S.A.

☑ **Notre opinion** – *La reprise tardive du marché immobilier en Italie commence à se consolider. Bien que l'évolution des prix se fasse encore à des rythmes légèrement négatifs, la progressive amélioration de la qualité des actifs du secteur bancaire ainsi que les récentes annonces de la BCE de prolongation des mesures en soutien du crédit (TLTROIII) et de taux bas pendant longtemps permettent de compter sur des conditions d'offre de crédit encore favorables. La bonne tenue du cycle de demande sera donc le facteur clé pour savoir si ce cycle tardif de crédit pourra se développer ou s'il sera arrêté sur le départ.*

### 👉 **Italie : élections européennes, le vrai enjeu est national**

Le 26 mai, les Italiens sont appelés aux urnes pour les élections européennes, mais pas seulement. Ils voteront aussi pour renouveler les dirigeants de la région Piémont et de la moitié des communes (soit 3 800) parmi lesquelles 25 chefs-lieux de province. C'est un véritable enjeu national, puisque pour la première fois sur une si grande échelle, on vérifiera d'un coup le vrai état des forces politiques du gouvernement et de l'opposition.

Le Piémont est la dernière région du nord dans les mains de la gauche et la capacité de la Ligue à la conquérir sera un test important de l'état du consensus dans le nord du pays, son réservoir de votes. C'est le cas aussi pour les quatre provinces au vote en Emilie-Romagne (fiefs du centre-gauche) et des élections à Florence dans une région où six des sept chefs-lieux de province sont tombés dans les mains du centre-droit, après une présence historique de la gauche.

La vraie question sera néanmoins le degré du rééquilibrage entre les deux forces de gouvernement. Ceci a été confirmé dans les différentes vagues d'élections régionales et dans les sondages, mais c'est ce nouveau test à niveau national qui déterminera l'avenir du gouvernement.

La Ligue, qui se présente au niveau local dans une coalition de centre-droit et au niveau européen

seule, regardera les deux résultats. Dans le système électoral italien (mixte, soit 64% proportionnel et 36% majoritaire), un minimum de 40% des votes proportionnels est nécessaire pour pouvoir espérer (en réunissant 70% des votes majoritaires) atteindre la majorité. C'est finalement ce chiffre, qui dans le scrutin proportionnel des européennes, sera le partage des eaux entre le *statu quo* et le changement.

Un 40% obtenu conjointement par les trois partis du centre-droit (Ligue, Forza Italia et Fratelli d'Italia) confirmerait l'existence d'une majorité alternative dans les urnes, que les sondages signalent désormais depuis un an.

Mais la Ligue et surtout M. Salvini peuvent se satisfaire de moins. Obtenir 30% suffirait à redessiner les équilibres au sein du gouvernement en réclamant au M5S un remaniement avec une réallocation des ministères en fonction du nouveau poids des deux forces de gouvernement. Un gouvernement à leadership Ligue qu'un M5S en baisse dans les sondages aurait du mal à refuser, notamment s'il obtenait moins de 20% des suffrages.

Pour un score de peu supérieur à 20%, les revendications de la Ligue auraient du mal à aboutir à autre chose que du *statu quo*.

☑ **Notre opinion** – *Dans ce dernier cas, les deux forces de gouvernement devraient se résoudre à retrouver un semblant d'harmonie mis à mal par la campagne électorale qui a engendré un véritable blocage de l'action du gouvernement et du parlement. Ce serait le retour à une négociation plus paritaire permettant d'avancer pari passu sur les promesses de campagne des deux partis. La vitesse de ces avancées et le degré de renonciation aux programmes électoraux des uns et des autres décideraient de la capacité du gouvernement à respecter les engagements budgétaires. Une capacité inversement proportionnelle au degré de satisfaction de leur électorat.*

*Un résultat du centre-droit à 40% permettrait à la base de la Ligue de mettre la pression sur M. Salvini pour s'émanciper du contrat de gouvernement avec le M5S et aboutirait à des élections anticipées (octobre 2019 serait une date compatible avec le processus budgétaire). Pour le gouvernement d'une coalition de centre-droit, les choix de politique économique seraient plus cohérents et plus compatibles avec le respect des engagements budgétaires. La majorité de centre-droit ferait néanmoins face à une opposition plus virulente, notamment du M5S, dont l'électorat est plus à l'aise avec la simplification de la rhétorique d'opposition qu'avec la résolution des contradictions nécessaire à l'exercice du pouvoir.*

*Le troisième scénario de recomposition du gouvernement en faveur de la Ligue ne résulterait pas nécessairement en plus de cohérence et moins de conflictualité, puisque l'allié de gouvernement demanderait toujours son compte de mesures pour son électorat tout en utilisant sa permanence au pouvoir pour accroître son consensus. Le résultat en termes budgétaires ne serait pas éloigné du *statu quo* avec un risque de dérapage très élevé pour le budget 2020.*

 **Espagne : une rentrée parlementaire agitée**

Mardi dernier se tenait la session inaugurale de la 13<sup>e</sup> législature espagnole. Les députés ont pris leur quartier dans l'assemblée dans un climat tendu lors d'une séance plénière insolite avec en toile de fond le procès des indépendantistes catalans. Deux événements ont marqué cette journée. Premièrement, Meritxell Batet a été élue présidente du Congrès. Pedro Sanchez a choisi de présenter la candidature de son ancienne ministre de l'Administration territoriale après que celle de Miquel Iceta, le président du Parti socialiste catalan a été rejetée par le parlement catalan. Originaire de Catalogne et fédéraliste convaincue, Meritxell Batet a largement devancé la candidate du PP, Ana Pastor lors du second tour où elle a obtenu 175 voix contre 125 pour l'ancienne occupante du perchoir.

Le second événement a été la présence temporaire des députés catalans Oriol Junqueras (ERC), Jordi Turull, Josep Rull et Jordi Sànchez (Junts per Cat) poursuivis dans le cadre du procès pour rébellion. La Cour suprême a en effet autorisé la libération des quatre accusés pour qu'ils puissent assister à la

session inaugurale et prêter serment, condition préalable pour se voir accorder le statut de parlementaire. Toutefois, ils ne pourront pas participer à des réunions ou s'adresser à la presse lors de leur visite au Parlement. La présence mais surtout les références faites à l'indépendance par les députés catalans dans la formulation de leur serment bien qu'elle ait été considérée en ligne avec la constitution ont renforcé l'agitation et le climat de tension dans l'assemblée notamment après les vives réactions et objections des groupes parlementaires de Ciudadanos et de Vox.

Leur incarcération préventive pose également le problème de leur suspension. Cette question a été l'objet d'un bras de fer entre la Cour suprême et le parlement, chacun se renvoyant la responsabilité de la décision. Face à la pression de l'opposition, l'organe de gouvernance du parlement a finalement acté la suspension ce vendredi 24 mai des quatre députés. Cette décision ne sera pas sans conséquence sur la nouvelle majorité.

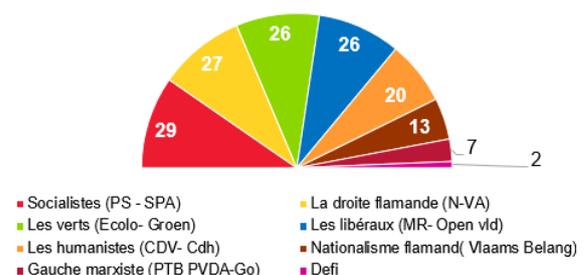
**☑ Notre opinion** – *S'il ne sont pas remplacés par des suppléants, la suspension des quatre grandes figures indépendantistes catalanes tournera à l'avantage de Pedro Sanchez. Ce dernier maintient son idée de gouverner seul et la suspension des députés catalans lui permettrait de se passer de l'appui de l'ERC dans un vote à majorité simple. Pedro Sanchez a également entamé des discussions avec Podemos qui pourrait potentiellement obtenir quelques ministères. Tout dépendra de l'issue des élections municipales et régionales du 26 mai. En effet, si le PSOE et Podemos confortent leurs résultats au niveau local et forment des alliances, cela permettra à Podemos de faire pression sur Pedro Sanchez, qui, pour sécuriser les coalitions régionales, céderait au niveau national. Quel que soit l'un ou l'autre des cas de figure, il est fort probable que Pedro Sanchez se présente à l'investiture début juillet.*

 **Belgique : super dimanche électoral**

Dimanche 26 mai, se tiendront en Belgique les élections législatives fédérales qui se dérouleront en même temps que le scrutin pour les élections régionales (Bruxelles-Wallonie-Flandre) et européennes. Le système électoral belge reste caractérisé par sa complexité. Dans un pays où le vote est obligatoire, les électeurs s'apprêtent à renouveler 484 mandats de députés élus directs et 154 mandats d'élus indirects.

L'élection législative fédérale est un scrutin proportionnel plurinominal de listes avec vote préférentiel qui permettra d'élire les 150 députés de la chambre basse représentant 11 circonscriptions électorales dont 8 flamandes et 5 francophones. Dans le même temps, les élections parlementaires régionales permettront d'allouer les 89 sièges du Parlement bruxellois, les 124 sièges du Parlement flamand (Vlaams Parlement), les 75 sièges du Parlement de Wallonie et les 25 députés du Parlement de la Communauté germanophone. Les députés régionaux désigneront par suffrage indirecte les sénateurs (29 néerlandophones, 20 francophones et un germanophone et 10 cooptés).

Sondage sur les élections fédérales de Belgique



Source : Baromètre RTL, Crédit Agricole SA

Les tendances électorales restent divisées entre le nord caractérisé par une présence forte des partis de droite et le sud dominé par les socio-démocrates. Sans surprise, les socialistes resteraient la première force politique du pays et pourraient obtenir 29 sièges grâce au score du PS de Elio di Rupo qui consolide sa place de favori dans les sondages en Wallonie et dans la capitale. Ils seraient suivis par la N-VA qui malgré une légère baisse dans les sondages deviendrait la deuxième force politique du pays. Même en perdant deux sièges, la N-VA passerait devant les libéraux (MR et open Vld) de

Charles Michel qui pourraient perdre 8 sièges par rapport à 2014. Les partis écologistes devraient créer la surprise dans ce scrutin. En cumulant respectivement 20 et 12% d'intentions de vote en moyenne, Ecolo dans la communauté francophone et Groen en Flandre pourraient cumuler un total de 26 sièges, soit 14 de plus qu'en 2014 ce qui les placent au même niveau que les libéraux et devant

le rassemblement chrétien démocrate (CD&V et CDH). La percée du Vlaams Belang pourrait être la deuxième surprise de ce scrutin. Le parti d'extrême droite flamand ne cesse de monter dans les sondages en Flandre passant devant les socialistes. Il pourrait obtenir à lui seul 13 sièges ce qui cumulé avec ceux du N-VA ferait de la droite flamande la première force politique de l'assemblée.

**☑ Notre opinion** – *La constitution d'une majorité dans cette configuration devrait s'avérer difficile. La coalition menée par Charles Michel, qui regroupe les libéraux flamands et francophones (MR Open VLd), la N-VA et les chrétiens démocrates flamands du CD&V, ne serait pas reconduite puisqu'elle ne disposerait plus de la majorité.*

*Une coalition Arc-en-ciel à l'image des gouvernements Verhofstadt obtiendrait une large majorité de 84 sièges et reste l'option la plus probable. Elle regrouperait les socialistes (PS et spa), les libéraux (MR et Open Vld) et les écologistes (Ecolo et Groen).*

*Le deuxième scénario serait une coalition dite de l'Olivier. Elle regroupe traditionnellement les socialistes, les verts, et les chrétiens-démocrates si les trois partis dépassent le seuil de la majorité. Ils sont crédités en fonction des sondages de 75 à 77 sièges. Mais même avec 77 sièges, cette coalition resterait fragile.*

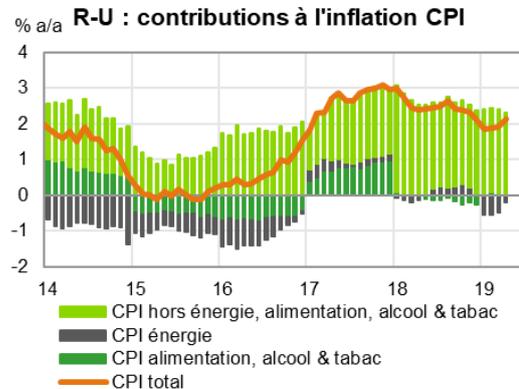
*Enfin, une coalition d'union nationale qui comprendrait aussi bien les libéraux que les chrétiens démocrates pourrait avec les sièges obtenus par les verts et les socialistes cumuler un total de 102 députés. Malgré son score, la N-VA risque de ne pas faire partie de la majorité gouvernementale.*

## Royaume-Uni

### Royaume-Uni : l'inflation reste sage

Le taux d'inflation des prix à la consommation a rebondi à 2,1% au mois d'avril depuis 1,9% en mars, avec une hausse des prix de 0,6% sur le mois. Ce rebond du taux d'inflation s'explique en grande partie par une hausse significative des prix du gaz et de l'électricité (+10,9% et +9,3% respectivement sur le mois) dans le sillage de la levée à partir du 1<sup>er</sup> avril 2019 du plafond sur les prix de l'énergie par Ofgem (le régulateur britannique des marchés de gaz et d'électricité). La composante « transport », en particulier celle des tarifs aériens, a aussi contribué de manière importante à la hausse de l'inflation CPI. Le calendrier de Pâques (fin avril au lieu de début de mois en 2018) a engendré une hausse de 26,4% des tarifs aériens. En sens inverse, une contribution négative de la composante « loisirs et culture », en raison d'une baisse des prix des jeux vidéo, a pesé sur le taux d'inflation pour 0,2 point de pourcentage. Par ailleurs, l'inflation sous-jacente a été inchangée à 1,8% en dépit d'une hausse de l'inflation

dans les services à 2,9%, au plus haut depuis novembre 2017, tandis que l'inflation des biens a été stable à 1,4%.



**✓ Notre opinion** – *L'inflation CPI devrait rester modérée à court terme : notre prévision table sur une baisse vers 1,7% au dernier trimestre de l'année avant une accélération début 2020 en raison d'effets de base défavorables. A moyen terme, les pressions inflationnistes sous-jacentes devraient rester contenues sur fond d'une faible croissance de la productivité, et donc des salaires. Dans ce contexte, la Banque centrale d'Angleterre n'a pas d'urgence à monter ses taux. Nous avons décalé la prochaine hausse de taux au premier trimestre 2020.*

### Brexit : derniers jours de Theresa May en tant que Première ministre

Poussée vers la sortie par les députés de son parti, Theresa May a annoncé qu'elle démissionnerait le 7 juin prochain. Une course à la direction du parti conservateur aura lieu dès la semaine suivante. Parmi les candidats se trouvent Boris Johnson, ancien ministre des Affaires étrangères, Dominic Raab, ancien ministre du Brexit ou encore Michael Gove, ministre de l'Environnement. L'annonce de May vient après un énième échec dans ses tentatives de trouver un terrain d'entente sur son accord sur le divorce. Alors que les négociations avec l'opposition s'étaient terminées le 17 mai dernier, la Première ministre britannique a essayé, en vain, un nouveau pari en dévoilant mardi 21 mai des concessions au Labour pour arracher son accord. Sa nouvelle proposition « améliorée » contenait sept concessions principales : 1/ vote sur l'organisation d'un référendum confirmatoire sur son accord, 2/ maintien d'une union douanière avec l'UE jusqu'aux prochaines élections en mai 2022, 3/ maintien des règles de l'UE en termes de protection des droits des citoyens et de l'environnement,

4/ alignement sur les règles de l'UE dans la sphère des biens y compris dans le domaine agro-alimentaire, 5/ des arrangements alternatifs au *backstop* sur la frontière irlandaise, 6/ alignement réglementaire avec l'UE dans le cas où le *backstop* serait mis en place, 7/ droit de regard sur la stratégie du gouvernement lors des négociations de la relation future. Ce plan a reçu une réponse froide de la part du Labour, principal parti de l'opposition, qui a jugé la proposition d'une union douanière temporaire insatisfaisante, mais a aussi douché tout espoir d'un soutien de la part des eurosceptiques conservateurs, qui sont farouchement opposés à toute idée d'un alignement réglementaire à l'UE sans voix au chapitre. Le parti conservateur devrait essuyer une lourde défaite aux élections européennes qui se sont tenues jeudi 23 mai. Le dernier sondage conduit par YouGov crédite le parti de Nigel Farage, the Brexit party, de 37% des suffrages, loin devant le Labour (13%) et les Conservateurs (7%).

**✓ Notre opinion** – *Le nouveau leader du parti conservateur a de bonnes chances d'être un eurosceptique étant donné la perte d'une partie de l'électorat conservateur en faveur du Brexit party. Boris Johnson, chef de file du mouvement pour le Brexit, est donné favori selon les bookmakers. Toutefois, un nouveau leader conservateur ne change rien à la donne parlementaire où un consensus doit être trouvé sur les modalités du Brexit. Le nouveau leader héritera d'une impasse parlementaire, où aucune option n'obtient de majorité, et du seul et unique accord de T. May, non ouvert à la renégociation, sauf dans sa partie déclaration politique sur la relation future. En même temps, la poursuite par le nouveau leader d'une sortie sans accord pourrait précipiter le gouvernement minoritaire vers sa chute et des élections anticipées, un risque que les conservateurs cherchent à tout prix à éviter. Alors, l'option d'un second référendum pourrait gagner en probabilité. Mais elle se heurte à la nécessité d'une troisième extension du délai de l'Article 50 par l'UE des 27, sans garantir une solution miracle. Si l'incertitude sur les événements futurs reste entière, le scénario le plus probable reste selon nous, une sortie avec accord, mais probablement qu'après de nouvelles élections.*

## Europe centrale et orientale, Asie centrale

### Roumanie : la croissance du PIB surprend positivement au premier trimestre 2019

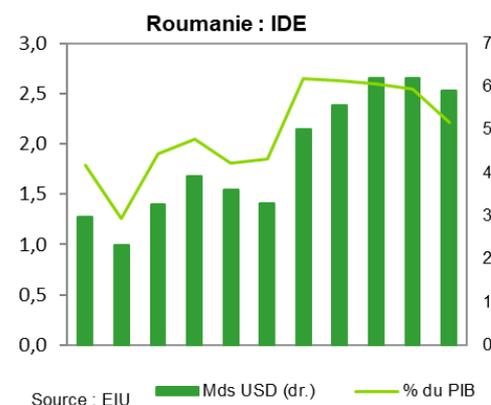
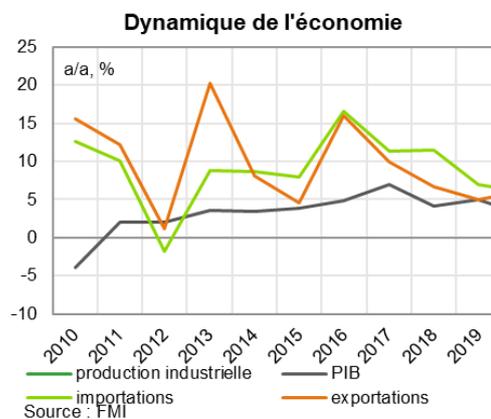
Bien que le détail de la composition du taux de croissance du PIB ne soit pas encore publié, le chiffre global est déjà au-delà des attentes du consensus qui s'établissait plutôt autour de 4,2%.

Avec 5% de progression de croissance au premier trimestre, l'économie roumaine a encore surperformé (après les 7,2% en 2017 et 4,2% en 2018). Le détail des contributions sera disponible début juin mais il est fort probable que le secteur de la construction soit une des principales sources de cette prouesse, mais pas uniquement. La progression des salaires nets moyens au premier trimestre a également été assez soutenue (+13,7%) entretenant à son tour une hausse de la consommation des ménages. On pourrait également s'attendre à une hausse des importations au premier trimestre 2019.

La production industrielle quant à elle ne progresse que faiblement (autour de 1,2%), ce qui pourrait indiquer un ralentissement des exportations.

Ainsi, le déficit courant devrait se creuser davantage au premier trimestre pour se situer autour de 4% du PIB en 2019.

Toutefois, ce déficit est pour l'essentiel financé par les investissements directs étrangers qui atteignent un niveau historique avec plus de six milliards de dollars.



**✓ Notre opinion** – Le taux de croissance potentiel de la Roumanie est estimé à environ 2,5%. Depuis plus de cinq ans, la croissance réelle du PIB dépasse son potentiel grâce en partie aux fonds structurels de développement octroyés par l'Union européenne. Ils participent aux efforts de construction des infrastructures dans le pays et malgré le relativement faible taux d'absorption de ces aides par la Roumanie (entre 30% et 40%, contre 98% en Pologne), leur impact dans la croissance globale reste significatif.

Cette bonne performance économique s'accompagne aussi d'une baisse du taux de chômage (4,2% en 2018) et d'une hausse relativement forte des salaires réels (+29,7% en 2018) : ces derniers restent néanmoins de très loin les plus faibles de l'UE. C'est ce qui explique par ailleurs, l'émigration des jeunes générations vers les pays de l'ouest de l'Europe. En outre, les disparités régionales en termes d'emplois, de revenus, d'accès à l'éducation supérieure demeurent assez fortes et peinent à se réduire.

Enfin, la situation politique actuelle n'encourage pas les Roumains à se projeter dans un avenir porteur. Le gouvernement ne cesse de faire des entorses à l'État de droit et, surtout, il s'emploie avec ténacité à faire reculer les laborieuses avancées sur la lutte anticorruption. Les lois récemment votées décriminalisant les faits de corruption (dans le but de libérer les membres du parti au pouvoir, emprisonnés pour de tels faits commis) ont déclenché une colère populaire et un bras de fer entre Bruxelles et Bucarest.

Les élections européennes de ce dimanche devraient d'ores et déjà faire ressortir la baisse de popularité du gouvernement en place, mais ce dernier est loin d'avoir joué toutes ses cartes. Dans ce contexte, la poursuite des bonnes performances économiques constitue des atouts politiques majeurs notamment de crédibilisation des politiques menées.

## Asie

### Chine : des effets de l'affrontement commercial avec les États-Unis...

Les entreprises américaines implantées en Chine sont confrontées depuis plusieurs semaines à un certain nombre de difficultés comme le rallongement du temps de passage en douane/de validation des formalités douanières, l'augmentation des inspections, des retards/reports dans l'approbation des licences... Elles sont du moins 47% à le vivre selon l'enquête menée par la Chambre de commerce américaine en Chine auprès de ses membres (vraisemblablement 239 entreprises interrogées au total). Et c'est bien sûr à replacer dans le contexte actuel des tensions commerciales entre Washington et Pékin.

Des tensions, en tout cas, qui conduisent un tiers de ces entreprises à annuler ou reporter leurs

investissements en Chine. Lorsqu'environ 40% d'entre elles envisageraient une relocalisation de leurs unités de production hors de Chine, vers l'Asie du Sud-Est ou le Mexique, parmi les destinations les plus citées.

Par ailleurs, une étude conduite cette fois par la Chambre de commerce européenne révèle à peu près au même moment que 53% des entreprises européennes en Chine (interrogées) estiment que l'environnement des affaires s'est dégradé l'an passé (elles étaient 48% en 2018). Et 20% d'entre elles disent avoir subi des pressions pour transférer leur technologie à leur partenaire chinois.

**✓ Notre opinion** – Si, dans l'affrontement commercial sino-américain actuel, les moyens de pression côté chinois peuvent paraître moindres (les exportations chinoises vers les États-Unis représentent environ 540 Mds USD et les exportations américaines vers la Chine environ 120 Mds USD), Pékin n'est pas non plus démuné. On le voit ici avec ces agissements discrétionnaires, voire arbitraires, nuisibles aux entreprises américaines travaillant en Chine. Mais il y a aussi les terres rares, que l'Empire du Milieu est quasi le seul à produire (90% à 95% de la production mondiale) et qui sont indispensables pour fabriquer de nombreux composants électroniques et informatiques, la dette américaine, que Pékin détient en partie, et le yuan, même si ces armes potentielles sont dangereuses à manipuler.

### Hong Kong : extradition

Le Parlement hongkongais est en train d'étudier une loi sur l'extradition. Le texte est vivement discuté. Il suscite même des tensions très fortes entre les pro-gouvernement et les pro-démocratie. En effet, s'il est

adopté, il permettrait à Pékin de demander l'extradition de toute personne ayant posé les pieds sur le sol de Hong Kong.

**✓ Notre opinion** – Une loi, in fine, qui permettrait à Pékin de s'immiscer encore plus dans la vie politique du territoire autonome. Et qui peut aussi inquiéter les entreprises étrangères et leurs cadres dirigeants basés à Hong Kong ou encore les correspondants de presse étrangers, a fortiori ceux de nationalité américaine. A suivre.

### Indonésie : réélection de M. Widodo

Les élections présidentielle et législative se sont déroulées en avril, mais les résultats officiels viennent seulement d'être annoncés. C'était attendu, c'est fait, le président sortant, M. Widodo, est donc reconduit dans ses fonctions pour un second et dernier mandat

(55,5% des voix). Et avec une majorité au parlement possiblement plus large ; son parti, du moins, en tête avec un peu plus de 19,3% des voix, a remporté 19 sièges de plus qu'au scrutin précédent.

**✓ Notre opinion** – Des résultats plutôt « positifs », en laissant entrevoir la poursuite de la politique économique menée depuis 2014, assez satisfaisante dans l'ensemble (développement des infrastructures, amélioration du cadre des affaires – qui demeure néanmoins difficile, notamment marqué par la corruption, des lourdeurs administratives et un cadre réglementaire compliqué...).

On se gardera, cependant, de tout excès d'optimisme, comme entrevoir l'accélération des réformes « pro-business » et/ou l'ouverture de l'économie. Le jeu politique indonésien est, et restera probablement, complexe (entre tractations entre partis au parlement, intérêts acquis, et manœuvres des autorités locales/régionales, dont les pouvoirs sont réels) et par là même, un frein. Le rapprochement de M. Widodo avec Ma'ruf Amin, religieux conservateur et chef de la plus importante organisation islamique du pays, durant la campagne pour assurer sa réélection pourrait aussi être une contrainte.

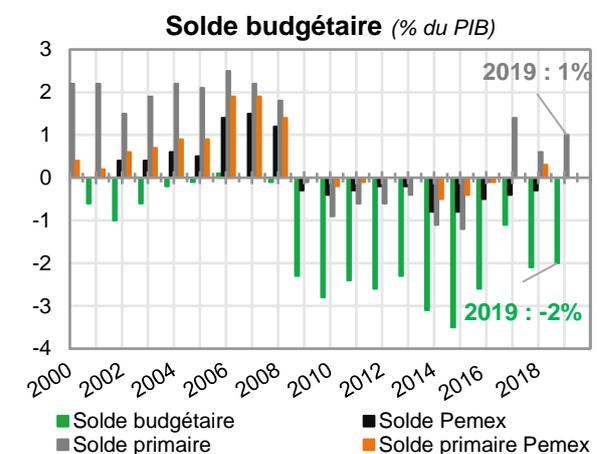
Et il n'est pas assuré, in fine, que l'économie indonésienne parvienne à accélérer au cours des prochaines années et, ainsi, à créer suffisamment d'emplois. Auquel cas, le paysage politique et social pourra s'en trouver progressivement fragilisé.

## Amérique latine

### Mexique : l'œil (doublement) critique de Moody's

Deux sujets intimement liés préoccupent Moody's : l'affaiblissement de la croissance économique va peser sur les perspectives budgétaires à court terme et la décision du gouvernement de construire une raffinerie par ses propres moyens sera coûteuse. Après une décélération de la croissance en 2018 (3<sup>e</sup> et 4<sup>e</sup> trimestres 2018, respectivement, 0,6% et 0,25% pour une croissance annuelle de 2%), le PIB s'est contracté de 0,2% (1<sup>er</sup> trimestre 2019, soit 0,2% en glissement annuel contre 1,7% fin 2018). A l'occasion de l'actualisation du budget 2019 début avril, après avoir estimé que le ralentissement amputerait les recettes du secteur public (0,5% du PIB), le gouvernement a indiqué qu'il réduirait les dépenses d'un montant analogue de façon à se conformer à l'objectif de déficit budgétaire fédéral (2,1% du PIB). Selon Moody's, cette réaction procyclique pourrait peser sur une croissance déjà léthargique, détériorer le climat des affaires et les perspectives d'investissement. Gérable en 2019-2020, cette situation finira par susciter des tensions entre l'engagement à l'égard de la responsabilité financière et les autres objectifs politiques (poursuite du soutien financier à PEMEX, aide sociale, projets d'infrastructure) alors que le gouvernement a exclu d'augmenter les taux d'imposition ou de créer de nouveaux impôts durant la première moitié de son mandat de six ans. Par ailleurs, arguant du coût trop élevé (10-12 Mds USD soit 0,8%-1,0% du PIB pour un objectif de dépenses de 8 Mds USD) et de délais trop longs (la construction ne doit pas excéder

trois ans, juin 2019-mai 2022), le président Andrés Manuel López Obrador (AMLO) a annoncé la fin des appels d'offres privés pour un projet phare de raffinerie. Il a été confié à PEMEX et au ministère de l'Énergie. Le diagnostic de Moody's est doublement négatif. Étant donné le manque d'expérience des intervenants, le projet va être plus long et plus coûteux que prévu et exercera de nouvelles pressions sur les finances publiques. Alternativement, si le projet n'est pas mené à son terme en raison de sa complexité technique, le coût sera bien moindre mais cela nuira à la perception déjà dégradée du gouvernement, notamment la prévisibilité de ses décisions stratégiques.



**Notre opinion** – Il est singulier que Moody's s'alarme soudain du chiffre enregistré sur un trimestre (aussi étonnamment faible soit-il) sans insister sur l'anémie de la croissance. Concept assez clair, mesure bien plus incertaine : la croissance potentielle excéderait désormais légèrement 2% contre 3,5% avant la crise de 2008. En revanche, s'inquiéter de l'interventionnisme d'AMLO, très critique de la réforme énergétique de 2013, est légitime. Depuis sa prise de fonctions, AMLO a suspendu les nouveaux appels d'offres pour trois ans ; il entend stimuler la production intérieure de carburants pour réduire la dépendance à l'égard des importations et augmenter la production à 2,48 millions (M) de b/j d'ici la fin 2024 (contre 2 M aujourd'hui et un pic à 3,4 M en 2004). Or, selon Fitch, mettre un terme à la baisse de la production pétrolière (ininterrompue depuis 15 ans) nécessiterait un investissement compris entre 12-17 Mds USD. Ce volontarisme (nationalisme ?) coûteux risque de s'exercer au détriment du rating (Mexique, A3 stable ; PEMEX, Baa3 stable), d'une part, et des missions pour lesquelles aucun acteur ne viendra se substituer au secteur public, d'autre part.

## Afrique du Nord, Moyen-Orient

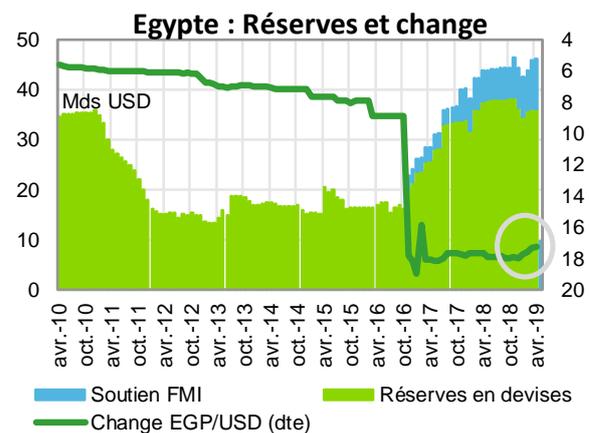
### 👉 Egypte : soutenue par une opinion positive des marchés financiers, la livre égyptienne continue de s'apprécier

Malgré une inflation toujours élevée à 13% en avril, la livre égyptienne bénéficie depuis le début de l'année 2019 de signaux et d'événements positifs qui ont entraîné son appréciation régulière de 17,9 EGP par USD à 16,90 cette semaine, soit une revalorisation de 6%.

Alors que le cours d'équilibre de la livre avait été estimé par le marché entre 17,8 et 19 EGP par USD (il s'est établi à 17,9 fin 2018), des calculs en taux de change effectif réel (TCER) l'estimaient toutefois légèrement sous-évaluée. Effectivement, le cours est resté presque fixe à une parité autour de 18 par USD depuis la dévaluation de fin 2016. Depuis le début de l'année 2019, de nombreux événements ont favorisé cette réappréciation : la fin du mécanisme de rapatriement (une garantie donnée aux investisseurs étrangers de pouvoir récupérer leur investissement), le succès d'émissions souveraines en devises favorisées par une meilleure discrimination des risques émergents, une vision plus positive de l'Egypte en raison d'indicateurs macroéconomiques plus favorables (hausse des réserves plus rapide qu'anticipé et déficit courant en baisse), l'arrivée de capitaux plus spéculatifs (3 Mds USD), les décaissements du FMI (l'aide a atteint désormais 10 Mds USD, soit 23% du total des réserves en devises et elle va progresser à 12 Mds dans les prochaines semaines) et enfin, un moindre « interventionnisme » de la CBE à travers certaines banques publiques. L'ensemble de ces facteurs a donc entraîné cette légère appréciation de la devise égyptienne.

Mais la réappréciation de la livre est aussi l'effet des activités d'arbitrages d'opérateurs qui profitent de l'ouverture du compte de capital alors que les taux offerts localement (15,75%) sont très élevés comparés au taux du dollar (par l'effet notable toutefois d'une inflation toujours à deux chiffres). C'est le phénomène du « carry-trade ». Les opérateurs anticipent par ailleurs le maintien des taux à ce niveau tandis que la certitude de l'augmentation des réserves en devises et des anticipations de poursuite des réformes alimentent l'opinion positive des marchés financiers sur le risque égyptien dans l'univers des actifs émergents.

De son côté, la bourse du Caire a chuté de 12% depuis son plus haut de mi-février. Toutes choses égales par ailleurs, l'indice boursier (en monnaie locale) a une évolution inverse de la devise.



☑ **Notre opinion** – L'appréciation de la livre semble assez rapide en un temps très court. De plus, les marchés financiers auraient encore une perception très contrastée des prévisions de change et les prévisionnistes sont partagés : une proportion identique estime que la livre pourrait encore s'apprécier tandis que l'autre pense qu'elle devrait se déprécier à court terme.

La question centrale est aussi de savoir si la volatilité de la livre pourrait s'accroître au cours des prochains trimestres. Actuellement, ce sont plus les capitaux spéculatifs (investissements de portefeuille) qui sont attirés en Egypte que les investissements directs étrangers qui se dirigent presque exclusivement vers le secteur énergétique. Par ailleurs, les autorités égyptiennes pourraient être préoccupées par une trop forte appréciation de la livre qui pourrait détériorer une balance commerciale (des biens) encore fragile et fortement déficitaire et qui a peu bénéficié de la dépréciation du change depuis deux ans.

## Afrique sub-saharienne

### 👉 Angola : vers une sortie de récession en 2019 ?

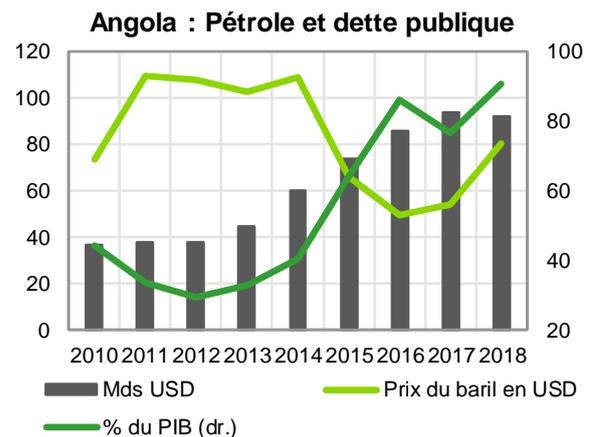
La croissance du PIB devrait atteindre 0,3% selon un récent rapport de Moody's et 0,4% selon le FMI. Ces prévisions sont moins élevées que celles initialement estimées en fin d'année 2018 (3,1% pour 2019) du fait de la baisse de 10% de la production de pétrole, mais offrent tout de même un léger répit pour l'Angola qui traverse la pire crise économique de son histoire.

Après trois années de récession depuis 2016, le pays pourrait bénéficier du rebond des cours du pétrole mais également du plan de diversification de l'économie mis en place par le gouvernement de João Lourenço depuis son élection en août 2017.

Il souhaite diversifier l'économie en misant sur des secteurs non pétroliers tels que l'agriculture, la pêche et les minéraux. Ce programme se décline aussi sur plusieurs axes : développement humain (lutte contre la pauvreté, éducation), équilibre des comptes publics, avec notamment l'introduction de la TVA en 2019, infrastructures de base (logistique, énergie, eau, télécommunications), démocratie et État de droit (gestion publique transparente, lutte

contre la corruption et le clientélisme), ainsi que décentralisation des services de l'État.

La plupart des secteurs non pétroliers, notamment le commerce, la construction et les secteurs de l'industrie, de l'industrie manufacturière et de l'agriculture continueront vraisemblablement de croître en 2019.



**👍 Notre opinion** – L'Angola est le deuxième plus grand producteur de pétrole brut d'Afrique derrière le Nigeria et devant l'Algérie. Pendant la décennie qui a suivi la guerre civile (1975-2002), l'Angola a joui d'une croissance à deux chiffres nourrie par sa seule manne pétrolière. La chute des cours du pétrole brut en 2014 a fait exploser ce modèle et plongé le pays dans une crise économique. La contraction du PIB a été en moyenne de -2% sur les trois dernières années.

Cependant, le pays dispose d'un fort potentiel économique dans d'autres secteurs tels que l'agriculture et l'industrie. Les projets de diversification vont dans la bonne direction pour réduire la dépendance à la rente pétrolière. Mais le pays peine à se diversifier et le pétrole brut représente aujourd'hui encore 40% du PIB et plus de 90% des exportations, ce qui rend le pays vulnérable à un nouveau choc sur le cours du pétrole.

Une sortie de récession en 2019 serait donc une bonne nouvelle pour l'Angola. Les fondamentaux économiques restent cependant de mauvaise qualité : la dette publique suit une trajectoire explosive depuis 2014 et atteint 90% du PIB en 2018 (au-dessus du seuil d'alerte de 50% généralement appliqué aux pays émergents et en Afrique sub-saharienne) et l'inflation se situe, elle, à plus de 20% fin 2018.

### 👉 RDC : le président nomme Sylvestre Ilunga comme Premier ministre

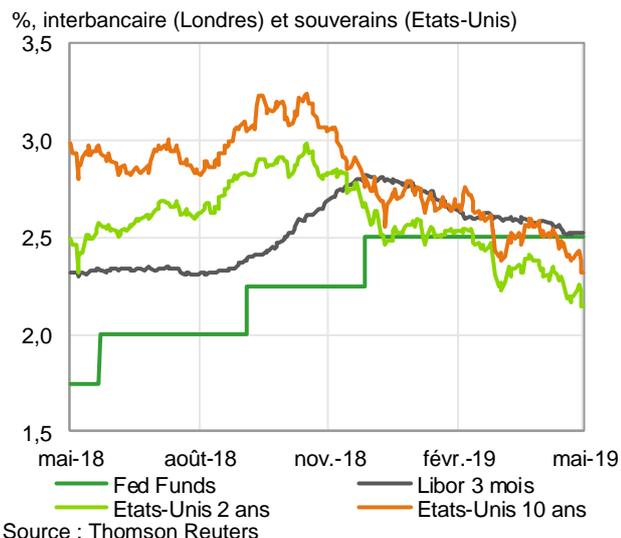
Felix Tshisekedi a été proclamé début janvier président de la RDC et succède à Joseph Kabila du parti opposant. Il s'agit officiellement de la première transmission pacifique du pouvoir et a fortiori de la première alternance politique du pays depuis l'indépendance en 1960. L'ancien et le nouveau président auront mis près de quatre mois à

s'entendre sur le nom du prochain chef du gouvernement. Ainsi F. Tshisekedi a nommé Sylvestre Ilunga en tant que Premier ministre. Il était jusqu'à présent directeur général de la Société nationale des chemins de fer (SNCC). Il a été proposé par son prédécesseur Joseph Kabila pour former un gouvernement de coalition.

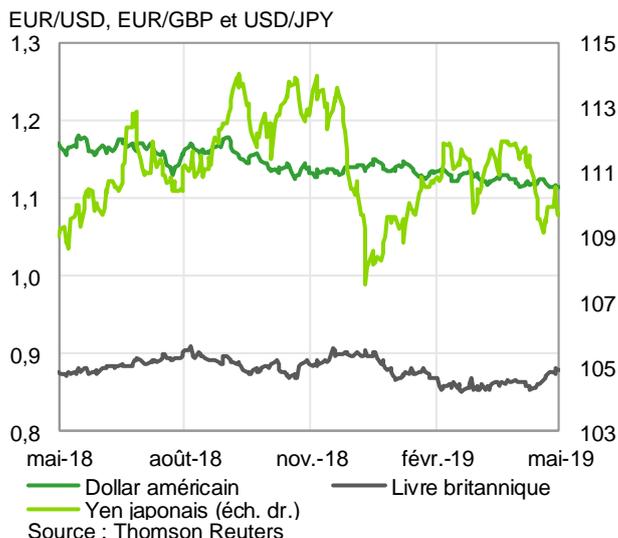
**👍 Notre opinion** – S. Ilunga va servir d'intermédiaire entre F. Tshisekedi et J. Kabila, car l'équilibre des pouvoirs entre l'actuel et l'ancien président est recherché. En effet, Kabila conserve de nombreux pouvoirs notamment une large majorité au Parlement. Tshisekedi, de son côté, tente difficilement de compenser ce déséquilibre en disposant des personnes de son parti aux postes régaliens (Affaires étrangères, Défense, Justice, etc.) afin d'assurer le renouveau de la sphère politique promis à la population.

## Tendances à suivre

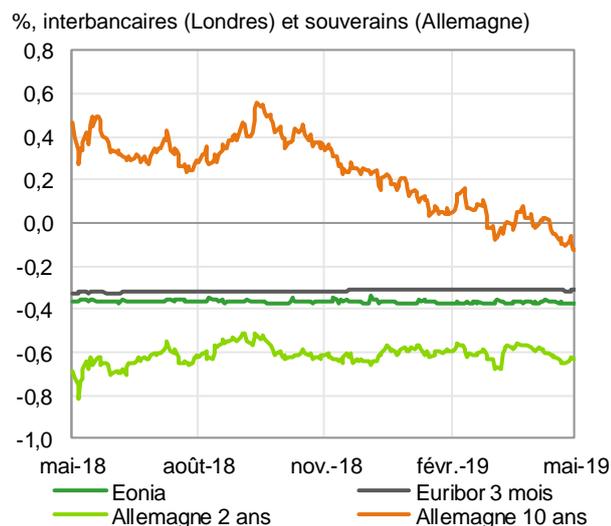
### Taux d'intérêt en dollar américain



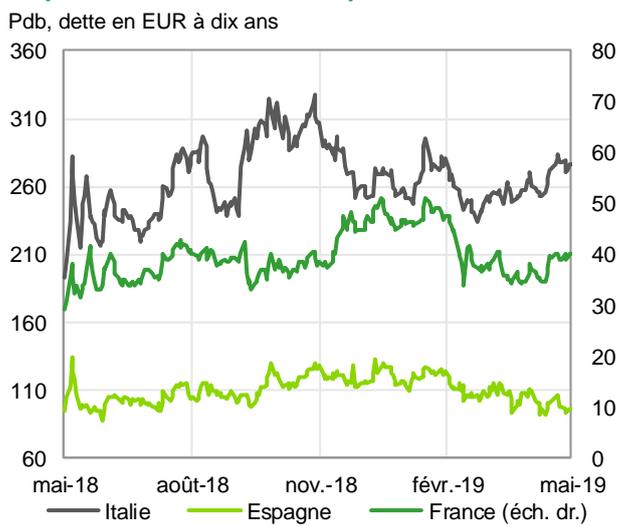
### Taux de change des principales devises



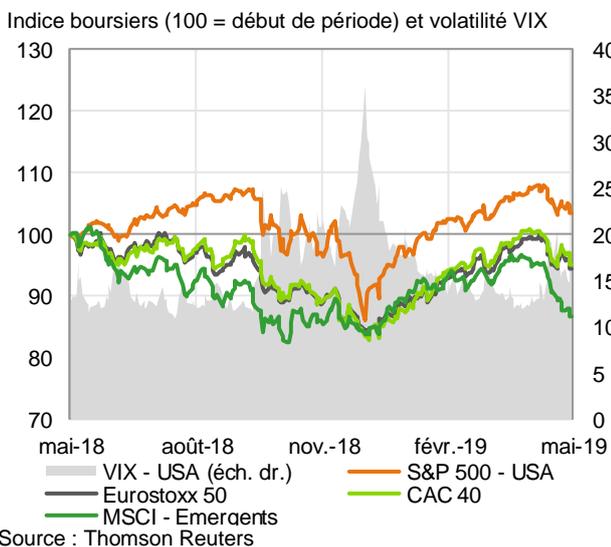
### Taux d'intérêt en euro



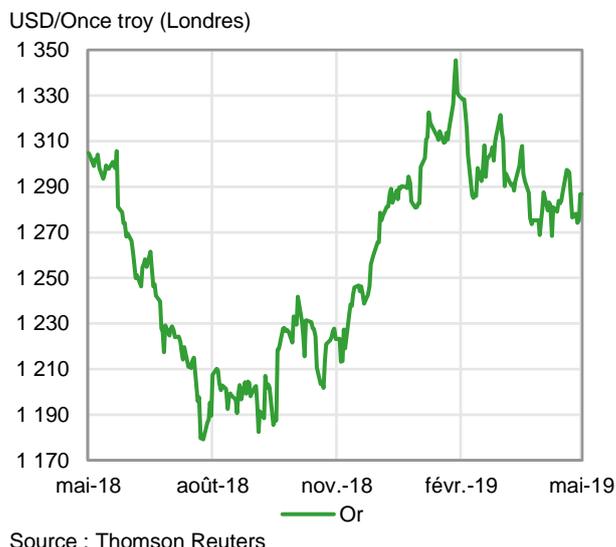
### Spreads souverains européens avec le Bund



### Marché actions

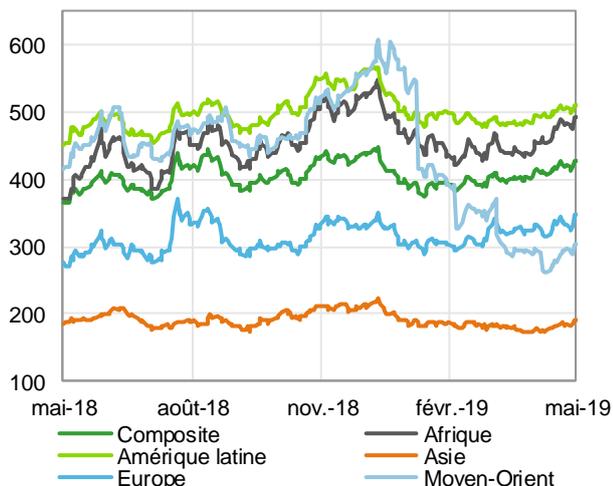


### Cours de l'once d'or



### Spreads souverains émergents avec le T-Bond

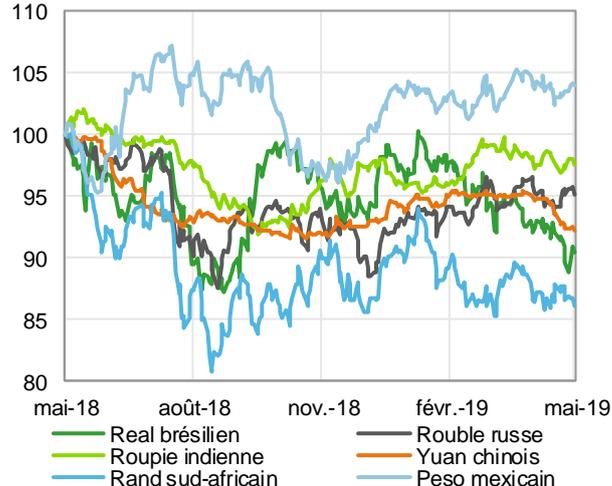
Indices EMBI+ (pdb, dette en USD de plus d'un an)



Source : JP Morgan

### Devises émergentes

/USD (indice 100 = début de période)



Source : Thomson Reuters

### Coût du transport maritime de vrac sec

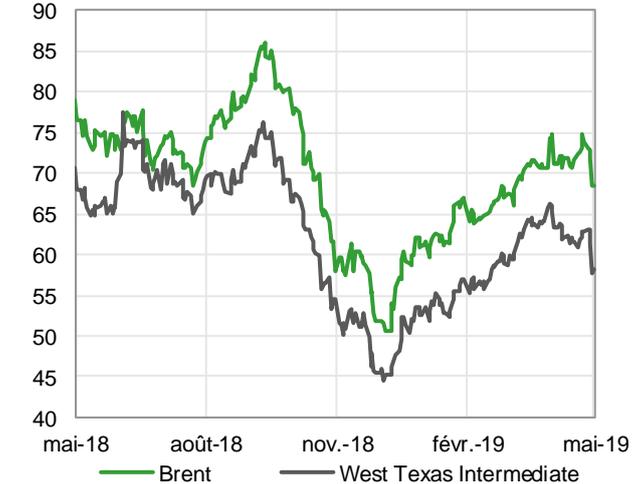
Baltic Dry Index (USD/point)



Source : Baltic Exchange

### Cours du baril de pétrole brut en USD

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



Source : Thomson Reuters

### Cours des métaux

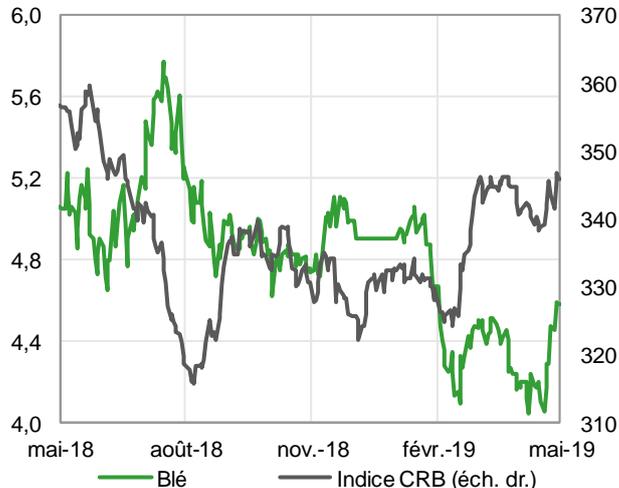
USD/tonne métrique



Sources : Steel Home, London Metal Exchange

### Agriculture

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



Sources : USDA, CRB

Consultez nos dernières parutions en accès libre sur Internet :



## Monde – Scénario macro-économique 2019-2020 – 12 avril 2019

Prévenir plutôt que guérir

Prévisions économiques & financières

### Études Économiques Groupe – Crédit Agricole S.A.

12, place des États-Unis – 92127 Montrouge Cedex

**Directeur de la publication :** Isabelle JOB-BAZILLE  
**Rédacteur en chef :** Armelle SARDA

**Zone euro :** Ticiano BRUNELLO, Olivier ELUERE, 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 [Études ECO](#) disponible sur App store

**Android :** application [Études 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.*