

Perspectives

Hebdomadaire – N°19/114 – 21 juin 2019

MONDE – L'actualité de la semaine

☞ Les colombes volent, les marchés s'envolent

Une semaine placée sous le signe des discours annonçant l'assouplissement monétaire des principales Banques centrales (*Federal Reserve* et BCE principalement), assouplissement que justifient, outre le ralentissement déjà à l'œuvre, les préoccupations géopolitiques et l'incertitude qu'elles suscitent. Des discours de souplesse monétaire salués par les marchés qui, partout, s'envolent : non seulement les segments les plus risqués mais aussi les valeurs les plus sûres. Le taux souverain américain à dix ans s'est ainsi brièvement replié sous 2%, une première depuis 2,5 ans. Le Bund s'effrite au cours de la semaine pour bientôt ne plus atteindre que -0,3%. Quant aux primes de risques française et italienne, elles se contractent (de, respectivement, quelques menus 4 pb mais substantiels 20 pb) à 28 et 240 pb. Les taux souverains européens atteignent ainsi des niveaux historiquement bas. Simultanément, les marchés actions décollent (S&P 500 et Eurostxx 50 en hausse de, respectivement, 2,6% et 2,3% sur une semaine) et les *spreads* de crédit se replient.

Sans surprise, le FOMC a, en effet, maintenu ses taux directeurs inchangés lors de sa réunion de juin (fourchette cible des *Fed funds* entre 2,25% et 2,50% et intérêts sur les réserves, IOER, à 2,35%). En revanche, la déclaration du FOMC ne fait plus référence à la « patience » dont ferait preuve la Fed avant de procéder à ses ajustements futurs et pointe, outre la modération des pressions inflationnistes, l'augmentation de l'incertitude. Le Comité suivra donc de près les répercussions des informations sur les perspectives économiques et prendra les mesures appropriées pour soutenir l'expansion. La projection actualisée de la médiane des *Fed funds* pour 2019 est inchangée à 2,375%, mais huit participants (sur dix-sept) se prononcent en faveur d'une baisse avant la fin de l'année. Quant au marché, il anticipe une baisse des taux de la Fed lors de sa réunion de juillet.

Il est peu probable que d'ici au 31 juillet, les données économiques se soient détériorées et le climat international (dont les tensions commerciales) se soit aggravé au point de justifier un assouplissement aussi « préemptif », en particulier si les conditions financières demeurent accommodantes et que les cours boursiers atteignent des niveaux records. Mais, la Fed (qui, par ailleurs, poursuit une réflexion sur sa

stratégie de politique monétaire ; voir [éditorial](#)) est prête à agir. La probabilité d'une baisse des taux dès juillet est ainsi élevée : la Fed ne déçoit traditionnellement pas et ne peut, en fin de cycle, se permettre de décevoir.

En zone euro, lors du forum de Sintra au Portugal, Mario Draghi a tenu un discours très accommodant, « conciliant » au-delà de ce qui était anticipé. Insistant sur la volonté de la BCE de relancer l'économie de la zone euro, il ouvre même la voie à de nouvelles baisses de taux ou à une reprise des achats nets de titres. La souplesse de l'approche monétaire peut surprendre, mais elle s'inscrit dans le prolongement des travaux de réflexion également menée par la BCE (voir éditorial).

☞ Banques centrales : vol de colombes de Chicago à Sintra	2
☞ Zone euro : les exportations font face à une moindre demande et une compétitivité prix réduite	4
☞ Zone euro : les enquêtes d'activité terminent le deuxième trimestre sur une note plus positive malgré des anticipations d'activité revues à la baisse	4
☞ Zone euro : un « whatever it takes » budgétaire encore lointain	5
☞ Espagne : hausse du coût du travail	5
☞ Italie : la pauvreté en 2018	7
☞ Banque d'Angleterre : « les risques baissiers ont augmenté »	8
☞ Royaume-Uni : l'inflation sous-jacente recule un peu plus	8
☞ Slovaquie : le pays retrouve sa notation de 2006	9
☞ Chine : toujours sous pression baissière	10
☞ Croissance des PIB sous fortes contraintes en 2019/11	11
☞ Maroc : régime de change inchangé	11
☞ Rapport sur l'investissement dans le monde 2019 : hausse des IDE entrants	12
☞ Ghana/Côte d'Ivoire : suspension des ventes de cacao pour la campagne agricole de 2020-2021	12

Editorial

Banques centrales : vol de colombes de Chicago à Sintra

Au cours des dernières semaines, l'activité des laboratoires monétaires des Banques centrales a marqué une nette accélération. Elle semble porteuse d'un changement bien plus structurel que la simple réorientation de la politique monétaire en réponse aux difficultés conjoncturelles.

D'abord à Chicago, où la Réserve fédérale a inauguré par une conférence de deux jours, les 4 et 5 juin, son processus de réflexion sur sa stratégie de politique monétaire. Cette réflexion se fonde sur l'observation que l'action monétaire de la Réserve fédérale par le passé aurait été plus efficace avec un taux d'inflation et un taux d'intérêt plus élevés, et donc avec une cible d'inflation plus élevée. Pour l'avenir, un premier constat est que le taux d'intérêt d'équilibre est plus bas et que les coûts économiques associés à des situations où le niveau du taux directeur atteint son plancher sont jugés trop élevés.

Si les conclusions de ce processus de réflexion ne seront dévoilées que dans un an, entre temps la Fed ne se prive pas de communiquer et d'agir. Elle ne se dit plus patiente, mais plutôt prête à agir. Si le taux directeur est inchangé, il n'y a pas eu d'unanimité sur ce point, avec un gouverneur ayant souhaité une baisse. Car les prévisions d'inflation ont été révisées à la baisse et les intentions des gouverneurs sur le niveau des taux (*dot-plots*) montrent que huit (sur dix-sept) d'entre-deux voient une baisse dès cette année et sept autres deux baisses.

Ensuite, c'est au Portugal, à Sintra, où la BCE réunit annuellement la crème des économistes mondiaux qu'elle analyse le résultat de sa politique passée et les conditions de son succès futur. Le message en provenance de la BCE est un bilan positif des vingt premières années de la monnaie unique.

Sur les dix premières années, il n'y a pas de doute, la BCE a réussi à imposer l'euro en tant que devise mondiale, à rassurer quant à sa capacité à garantir la stabilité des prix dans un contexte de trajectoires d'inflation nationales pas parfaitement convergentes. La domination de la politique monétaire a été clairement établie.

Sur les dix dernières années, le bilan des observateurs est plus controversé, mais celui de la BCE est sans complexes. La décennie a aussi été couronnée de succès. Face à la plus grave crise de l'après-guerre, la BCE a réussi à garantir la survie de l'euro. Elle a réussi à s'affirmer en tant que prêteur en dernier ressort crédible, un rôle qui n'avait pas été clairement inscrit dans le script de départ et avec la difficulté de devoir interpréter le principe d'indépendance dans un contexte hétérogène avec dix-neuf pays membres et autant d'autorités budgétaires.

Le succès des prochaines décennies dépendra de la capacité de l'euro à créer de la prospérité. Il ne s'agira pas tant d'affirmer son rôle dans le monde, que de le renforcer à l'intérieur même de la zone euro. M. Draghi a été clair : la stratégie de politique monétaire nécessite une clarification. Elle doit faire preuve de créativité pour engendrer une nouvelle résilience. Il faut bouleverser la façon de penser acquise sur des sujets importants qu'on a cru établis.

Difficile à ce stade de dire jusqu'où cette clarification ira dans la créativité, mais il est certain que cette réflexion n'a pas cours uniquement au sein des Banques centrales. Les principales institutions internationales ont aussi remué leurs méninges dans des directions inhabituelles et jusqu'ici considérées hétérodoxes, voire extravagantes. Et elles sont venues prêter main forte à la BCE.

C'est donc avec étonnement et intérêt que l'on entend l'OCDE affirmer que les politiques structurelles sont nécessaires, mais non suffisantes. Que plus que jamais il y a besoin aussi d'un autre type de soutien politique. Que l'absence de coordination budgétaire augmente la probabilité d'une crise et réduit les marges de manœuvre budgétaires. Qu'une fonction de stabilisation budgétaire commune est nécessaire pour permettre à la BCE d'assurer sereinement et efficacement son rôle de prêteur en dernier ressort. Que l'absence de ce soutien politique dans le passé a ralenti la formation d'un consensus au sein de la BCE et retardé son intervention. Qu'avoir pu s'appuyer sur un mandat plus vaste avec un deuxième objectif sur l'emploi, tel que la Fed aurait facilité ce consensus et justifié davantage les actions de la BCE.

Le FMI était plus en avance dans cette réflexion créative. Il a défié ce qu'il appelle la « divine coïncidence » de la vision ordo-libérale, qui limite le rôle de la politique monétaire à la stabilité des prix, de la politique budgétaire à la gestion micro-économique et qui dévolue à l'ajustement des prix relatifs la tâche de générer la demande. Dans un contexte d'ajustement très lent des prix relatifs, d'autant plus difficile que les taux sont durablement bas, les implications sont multiples. D'abord, il existe un rôle pour la gestion macro de la politique budgétaire, afin de produire le niveau nécessaire de demande. Ensuite en l'absence d'accord et de coordination sur la façon d'atteindre l'objectif d'équilibre extérieur du compte courant de la zone, seule une cible d'inflation plus élevée garantit l'absence de déflation et de remontée des taux réels.

La dose de coordination monétaire et budgétaire n'est pas le seul sujet de ce débat. Il s'agit aussi de prendre en compte les transformations structurelles en cours dans l'économie sans remettre totalement

en question les avantages d'un monde de stabilité des devises et des prix.

A l'heure où l'on rediscute de l'indépendance des Banques centrales (ou qu'on l'attaque), la BCE devra faire face à un défi majeur. Il lui faudra réaffirmer ce que signifie l'indépendance et les contours d'une dominance monétaire dans le cadre d'une crise. Il lui faudra donc redéfinir son rôle de prêteur de dernier ressort dans un contexte où le risque augmente (notamment celui jusqu'ici porté par le bilan des Banques centrales nationales dans le cadre du QE, mais pas seulement). Et cette redéfinition devra forcément prendre en compte une dimension budgétaire, puisqu'elle ne pourra difficilement se faire sans aborder la question de la constitution d'un actif sûr pour la zone euro dans son ensemble. Le bon degré d'articulation entre politique monétaire et budgétaire sera donc le sujet, et le défi sera celui de réussir à tenir à l'écart tout autre type de dominance budgétaire, afin de continuer à assurer avec crédibilité et efficacité l'objectif de stabilité des prix.

Concernant ce dernier objectif, l'interprétation du niveau optimal d'inflation aura d'importantes implications redistributives, car elle peut impliquer une remise en question des gains relatifs de compétitivité entre États-membres.

Ce débat est encore ouvert. Entre temps, les Banques centrales doivent continuer à répondre aux défis économiques et financiers. Et elles le font. Pour la BCE, le message le plus important est qu'elle n'attend plus la matérialisation d'un risque pour agir. Elle estime que le risque s'est déjà matérialisé sous la forme d'une incertitude prolongée et, qu'en l'absence d'amélioration, une dose supplémentaire de stimulus monétaire sera nécessaire.

Concernant les implications de long terme de ces débats, on observe les premiers défis lancés aux normes traditionnelles par des forces intellectuelles, jusqu'ici considérées comme hétérodoxes. Leur capacité à réunir un consensus académique, préalable à un changement de régime, semble se renforcer, mais n'est pas encore définitivement acquise. Nous sommes sûrement au milieu du gué. Il y a un siècle, en 1925, J.M. Keynes suggérait la façon de franchir un gué similaire :

« Nous devons inventer une nouvelle sagesse pour une nouvelle époque. Et en même temps, si nous voulons reconstruire quelque chose de bien, nous allons devoir apparaître hérétiques, inopportuns, dangereux et désobéissants aux yeux de tous ceux qui nous ont précédés ».

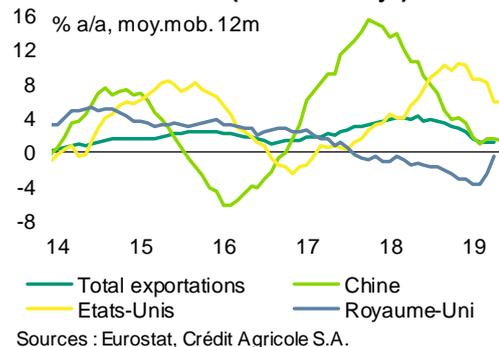
Zone euro

Zone euro : les exportations font face à une moindre demande et une compétitivité prix réduite

Les exportations en valeur de la zone euro ont atteint 192,6 Mds € au mois d'avril, en progression de 2,6% sur un an, mais néanmoins en ralentissement comparativement à la croissance relevée le mois précédent (5,6% sur un an). Dans le même temps, les importations de la zone ont progressé de 4,4% pour atteindre 177,2 Mds €, mais elles aussi ralentissent (7,5% sur un an en mars). En conséquence, le solde de la balance commerciale s'est tassé à 15,3 Mds €, contre 18,6 Mds € le mois précédent. Ce ralentissement des exportations résulte principalement de la contribution négative apportée par les machines et matériels de transport au mois d'avril, alors qu'il s'agit traditionnellement d'une composante positive, mais aussi dans une moindre mesure du ralentissement des exportations de produits chimiques. Au regard des exportations par pays, la tendance sur les douze derniers mois suggère un ralentissement conséquent des exportations vers les États-Unis ainsi qu'un fléchissement à destination de la Chine. Celles vers le Royaume-Uni se redressent nettement en raison de l'échéance du *Brexit* qui pousse à l'importation de produits européens, avant une éventuelle hausse des tarifs douaniers *post-sortie* de l'Union. Tandis que le taux de

change effectif réel de la zone s'est déprécié de 1,4% entre janvier et avril dernier, suggérant ainsi une amélioration de la compétitivité qui aurait favorisé l'activité du T1, son appréciation depuis fin avril plaide, en revanche, pour une détérioration possible de la croissance du prochain trimestre en raison d'une moindre compétitivité prix *via* l'effet du taux de change.

Evolution des exportations de la zone euro (volume cvs-cjo)

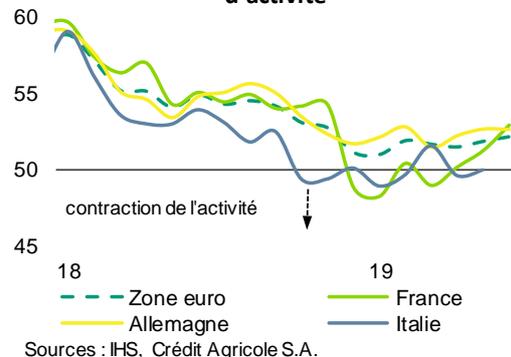


☑ Notre opinion – La balance commerciale de la zone euro se tasse à nouveau au mois d'avril sous l'effet de moindres exportations vers les États-Unis et la Chine. La menace d'une hausse des droits de douane américains à l'encontre de l'Europe demeure un risque majeur pour la demande extérieure, tandis que la croissance chinoise, confrontée au duel commercial avec les États-Unis, risque de freiner davantage le commerce mondial. Outre-Manche, l'approche d'un hypothétique « Brexit » se traduit par une hausse massive des importations en provenance de l'Europe, avant une éventuelle sortie qui provoquerait de nouvelles barrières tarifaires. Dans ce contexte, nos anticipations d'évolution de la balance commerciale de la zone euro demeurent pessimistes.

Zone euro : les enquêtes d'activité terminent le deuxième trimestre sur une note plus positive malgré des anticipations d'activité revues à la baisse

L'indice composite des directeurs d'achat signale une accélération de l'activité en zone euro au mois de juin, l'indice d'activité atteignant les 52,1 points, contre 51,8 points le mois dernier. Il s'agit du niveau d'expansion le plus élevé atteint depuis novembre 2018. Cette amélioration tient essentiellement à l'accélération des activités de services (53,4 points en juin, contre 52,9 points en mai), tandis que les activités industrielles s'enfoncent un peu plus sous le seuil de contraction (47,8 points, contre 47,7 le mois dernier). Les nouvelles affaires dans les services progressent plus rapidement, alors que les commandes dans l'industrie continuent de reculer au même rythme qu'en mai. Toutefois, le rythme d'embauches dans les deux secteurs s'améliore, laissant à penser que la demande intérieure continuera de soutenir la croissance de la zone dans les prochains mois.

UEM : indicateurs composites d'activité



Dans l'industrie, les commandes à l'exportation restent en repli et ternissent considérablement les anticipations d'amélioration du secteur à court terme. En parallèle, les anticipations d'activité dans les services sont également moins favorables (au plus bas depuis octobre 2014). Les tensions inflationnistes sont, en revanche, moins élevées avec des prix des entrants plus faibles dans l'industrie et les services. La croissance accélère en France sous l'effet d'un rythme d'expansion plus élevé dans l'industrie et les services.

En Allemagne, celle-ci stagne en juin en raison d'un ralentissement des services, qui peinent à compenser le déclin du secteur industriel. Toutefois, le marché européen de l'automobile semble rebondir au mois de mai. Les ventes en zone euro augmentent de 1,1% en rythme annuel, après huit mois consécutifs de baisse. Les ventes d'automobiles en Allemagne se redressent pour atteindre une croissance de 9,1% en mai, tandis qu'elles progressent légèrement en France (1,2%) et reculent en Espagne (-7,3%) et en Italie (-1,2%).

✓ Notre opinion – *Les enquêtes d'activité des directeurs d'achat pointent vers une croissance d'à peine 0,2% en variation trimestrielle au T2, en dépit du redressement observé en juin. L'accélération des activités de services permet de compenser temporairement le recul de l'activité industrielle allemande, qui peine à se stabiliser. Mais c'est surtout le climat d'incertitude autour de l'intensification de la guerre commerciale et des modalités de sortie du Royaume-Uni de l'Union qui pèsent sur les commandes industrielles et les perspectives des entreprises. Celles-ci révisent de surcroît leurs anticipations de dépenses et d'investissement.*

 **Zone euro : un « whatever it takes » budgétaire encore lointain**

Vingt ans après la création de l'euro, la zone euro se dote d'un budget. C'est un budget pour financer les réformes structurelles et l'investissement. Il puise à la hauteur de 17 Mds € dans le fonds pour les réformes du budget de l'UE, mais pourrait à terme se doter de ressources propres, selon la volonté franco-allemande. Le fonds fournit des subventions à des projets cofinancés par les gouvernements nationaux. Ces projets doivent rentrer dans le cadre

des priorités stratégiques dessinées par l'Euro-groupe. L'accès aux fonds dépendra du respect de la macro-conditionnalité (procédure de déséquilibres macro-économiques)

Le budget n'aura donc pas la fonction de stabilisation macro-économique souhaitée par E. Macron, bien que la possibilité de moduler le taux de co-financement en situation de crise puisse jouer ce rôle à la marge.

✓ Notre opinion – *Le Conseil semble ne pas avoir entendu les appels du pied en provenance des autres institutions et en particulier de la BCE. M. Draghi a souligné que l'action monétaire aurait pu être plus rapide et entraîner moins d'effets non désirés (en termes d'instabilité financière et de niveau du taux de change et des prix), si un instrument budgétaire de stabilisation avait existé. Mais il a aussi suggéré aux États membres de s'inspirer de l'action de la BCE dans la création d'un coupe-circuit efficace : « il n'y a pas besoin d'un instrument budgétaire, un engagement politique sur la convergence des États membres vers un tel instrument dans un certain nombre d'années suffirait ». Finalement l'OMT n'a pas vraiment existé, seul l'engagement politique de la BCE existe. Mais la BCE a réussi à construire la confiance dans l'UEM (ce que les États membres n'ont pas toujours réussi) et maintenant les États membres peuvent s'appuyer sur cette confiance pour construire les prochaines étapes de l'Union.*

 **Espagne : hausse du coût du travail**

L'enquête trimestrielle sur les coûts salariaux publiée cette semaine par l'Institut statistique espagnol (INE) est venue éclairer la polémique sur la hausse du salaire minimum interprofessionnel (SMI) qui enfle depuis le début de l'année entre le gouvernement et la Banque d'Espagne. Malgré les alertes répétées de l'institution sur les risques pour l'emploi, cette mesure-clé, née de l'accord entre le gouvernement Sanchez et Podemos, est entrée en vigueur le 1^{er} janvier dernier. Elle a permis de porter le salaire minimum à 900 euros, soit une hausse de 22%. Les données publiées par l'INE pour le premier trimestre indiquent que le coût du travail a augmenté de 2,1% en glissement annuel au cours du premier trimestre 2019, soit la plus forte augmentation depuis cinq ans. Elle fait suite à sept trimestres de

hausse consécutives amenant le coût moyen mensuel par tête à 2 550 euros.

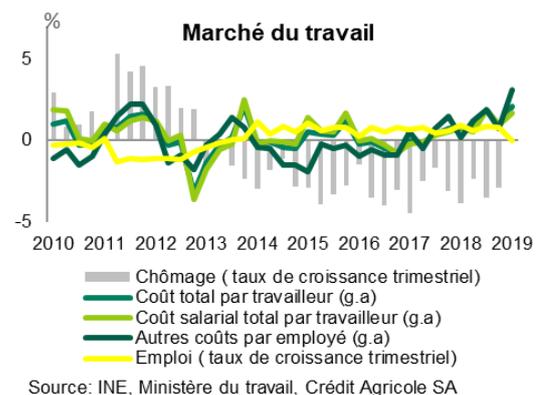
Le relèvement du SMI n'explique pas à lui seul la hausse du coût du travail, puisqu'il s'est également accompagné d'une renégociation de plusieurs accords d'entreprises et d'accord de branches qui ont entraîné une hausse moyenne des salaires de respectivement 3,4% et 2,2%. En dépit de ces mesures, la hausse des salaires estimée à 1,7% par l'INE a été inférieure à celle du coût salarial total. Ce dernier a également été tiré par la hausse des coûts hors salaires de 3,5% qui incluent notamment les cotisations sociales. Le poids des prélèvements sociaux s'est accru mécaniquement, suite à l'augmentation du SMI, mais également à cause d'un changement de l'assiette des cotisations

sociales. En octobre dernier, le gouvernement avait en effet inscrit dans la loi-cadre sur les pensions et les cotisations sociales, une augmentation du plafond maximal de cotisations de 7% pour le régime général, une hausse du seuil minimal des cotisations pour les indépendants de 1,9% et un durcissement des règles de cotisations pour les contrats à court terme.

Les secteurs, mais également les régions, dans lesquels les bas salaires sont les plus représentés, ont été les plus pénalisés par ces mesures. Ainsi, la hausse la plus forte a été enregistrée dans les services (2,3%), suivi par l'industrie (1,8%) et par la construction (1%). Par région, l'augmentation du coût du travail reste plus marquée dans l'Extremadura, la Galice (3% en moyenne), alors que dans le même temps, elle est restée contenue à Madrid.

Les conséquences de cette hausse des coûts sur l'emploi restent difficiles à mesurer au regard des données actuelles. La Banque d'Espagne et l'AIREF s'étaient toutes deux pliées à l'exercice fin 2018 et avaient estimé que la hausse du SMI entraînerait une baisse du nombre d'emplois comprise entre 125 000 pour la première et 60 000 pour la seconde.

Les données de l'enquête sur la population active relative au premier trimestre viennent contredire ces conclusions. L'emploi a augmenté de 0,8% et le chômage a chuté de 2,9%, accumulant cinq années consécutives de baisse. Les données mensuelles sur les affiliations de Sécurité sociale rejoignent ce constat. Le nombre d'affiliés à la Sécurité sociale a dépassé les 19 millions d'inscrits. Leur nombre continue de progresser, bien qu'à un rythme plus lent mais cette tendance était déjà observable avant la mise en place de la mesure.



☑ Notre opinion – Les données du premier trimestre ne permettent pas de percevoir les effets de la hausse du SMI sur la croissance qu'ils soient positifs ou négatifs. La hausse des salaires s'est certes répercutée sur le revenu disponible sans que cela n'ait d'impact sur la consommation qui est restée atone sur le premier trimestre (4,4% en g.a au T1 contre 4,5% au T4 2018 et 6,2% au T1 2018). Les données d'enquêtes sur le deuxième trimestre indiquent cependant une légère amélioration de la confiance des ménages, par rapport aux trois premiers mois de l'année. Les ventes au détail ont quant à elles enregistré un léger fléchissement en avril, mais les perspectives du secteur sur les six prochains mois sont plutôt positives. La hausse des coûts de production ne semble pas non plus s'être reportée sur les prix. L'inflation est restée contenue sur le premier trimestre (0,6%), ce qui a limité l'impact négatif sur la compétitivité. Malgré un léger ralentissement, le cycle d'expansion semble se maintenir au cours du premier semestre, entretenant la baisse du taux de chômage. L'effet sur l'emploi reste donc difficilement perceptible.

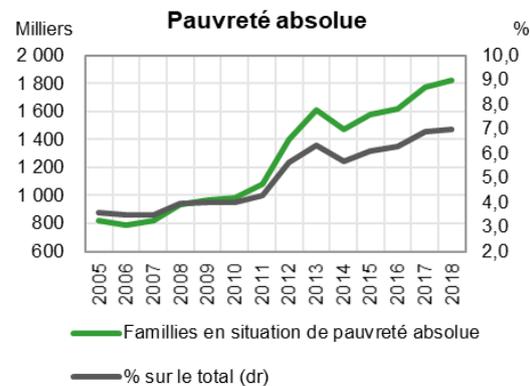
Le changement des plafonds et planchers de cotisation n'est quant à lui pas sans conséquences. Sachant qu'une part importante des prélèvements sociaux incombe à l'employeur (24,8%) dans le régime général, cette modification de l'assiette de cotisations sociales augmente mécaniquement le coût du travail pour les entreprises.

 **Italie : la pauvreté en 2018**

À la fin de 2018, le nombre de familles en situation de pauvreté absolue s'affiche à 1,8 million (soit 7% sur le total), ce qui équivaut à 5 millions de personnes (8,4% sur le total de la population) sous le seuil de pauvreté absolue (dépense mensuelle minimale nécessaire pour acquérir un panier de biens et services qui, dans le contexte italien et pour un ménage déterminé, est considéré essentiel à un niveau de vie acceptable). Par rapport à 2017, il n'y a pas eu d'augmentation. L'intensité de la pauvreté (combien les dépenses mensuelles des ménages pauvres sont en moyenne inférieures au seuil de pauvreté) s'est affaiblie en 2018, en passant de 20,4% à 19,4%. Au niveau géographique, le sud et les Îles concentrent la majorité des familles pauvres (45,1% du total), suivi par le nord (39,3%) et le centre (15,6%).

En termes de pauvreté relative (comparaison par rapport à la dépense moyenne *per capita* du pays), le nombre de familles pauvres s'affiche à 3 millions (11,8% du total) soit 9 millions de personnes (15%).

Par rapport à 2017, le phénomène s'aggrave dans le nord (de 5,9% à 6,6%). Le sud, en revanche, affiche une dynamique inverse (24,7% en 2017, 22,1% en 2018), avec une réduction de l'incidence tant dans le sud (de 24,1% à 22,3%) que dans les îles (de 25,9% à 21,6%).



Source : Istat, Crédit Agricole S.A.

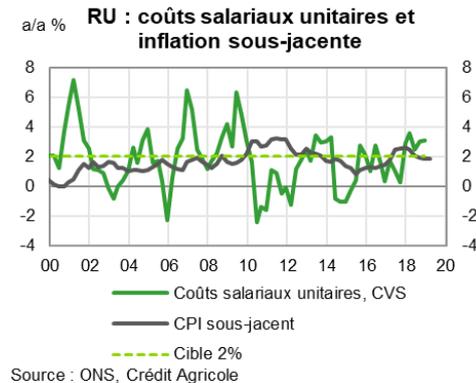
Notre opinion – *L'incidence de la pauvreté absolue varie significativement en fonction de l'âge, le niveau de formation, la composition de la famille et situation socio-professionnelle. Ainsi, la part des individus entre 18 et 34 ans en situation de pauvreté absolue s'affiche à 10,3%, contre 4,6% pour les âgés de plus de 65 ans. 19,6% des familles composées de cinq personnes ou plus seraient considérées pauvres, contre 5,6% pour les ménages composés de deux personnes et le taux s'affiche à 9,7% pour les familles avec un enfant mineur, contre 19,7% pour celles qui comptent trois enfants ou plus. Les chômeurs sous le seuil de pauvreté absolue représentent 28% du total, contre 6,1% pour les actives et, parmi les travailleurs dépendants ouvriers, le taux monte à 12,3% (11,8% en 2017). Finalement, les étrangers sont les plus touchés : 30%, contre 6,4% pour les italiens.*

Royaume-Uni

👉 Banque d'Angleterre : « les risques baissiers ont augmenté »

Contrairement à la Fed et à la BCE, qui ont adopté une tonalité clairement accommodante, la Banque centrale d'Angleterre (BoE) a, lors de sa réunion de juin, réaffirmé son guidage des anticipations pour une hausse graduelle et limitée des taux, à condition que l'économie évolue en ligne avec les projections publiées dans son rapport sur l'inflation du mois de mai. À cet égard, la BoE estime que les données récentes ont été « globalement comme anticipé ». Toutefois, elle note que les risques baissiers sur la croissance ont augmenté (tensions liées à la guerre commerciale, incertitude accrue côté *Brexit*) et a révisé à la baisse sa prévision de croissance pour le deuxième trimestre (à 0%, contre 0,2% précédemment et après 0,5% au premier trimestre), en raison de la faiblesse des données pour le mois d'avril. La BoE estime que la croissance est en tendance de court

terme légèrement plus faible que les rythmes observés en 2018 et légèrement sous la croissance potentielle.

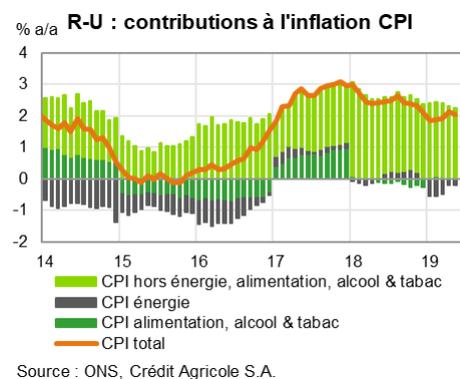


☑ **Notre opinion** – Sur fond d'intensification des risques baissiers sur la croissance, la BoE a de plus en plus de mal à justifier une poursuite, même très lente et d'ampleur limitée, de la normalisation de sa politique monétaire. La croissance à court terme est déséquilibrée et volatile, impactée par un Brexit dont l'issue est entourée par la plus grande incertitude. Alors, la BoE cherche des justifications à sa tonalité relativement hawkish dans une consommation des ménages qui reste relativement solide et, surtout, dans un marché du travail où les capacités excédentaires sont rares.

Force est de constater quand même que la croissance de l'emploi s'essouffle et que la croissance des salaires a atteint un pic, même si la BoE signale que ces évolutions sont en ligne avec ses anticipations et qu'elles sont compatibles avec un retour de l'inflation vers sa cible de 2% d'ici deux ans. Comme pour la plupart des pays avancés, les anticipations de marché pour le taux directeur de la BoE ont fortement baissé cette année, à cause de risques globaux et à cause d'une probabilité de No-deal plus élevée. Le taux dix ans est tombé sous les 1% et la livre sterling s'est dépréciée d'environ 4% en termes effectifs depuis mai. Des conditions financières plus favorables devraient à leur tour soutenir l'économie. Selon nous, anticiper une baisse de taux par la BoE, en l'absence d'une détérioration marquée des perspectives, est vraisemblablement exagéré à ce stade. Une chose est toutefois sûre : la normalisation devrait marquer une pause en 2019 et probablement aussi en 2020.

👉 Royaume-Uni : l'inflation sous-jacente recule un peu plus

L'inflation des prix à la consommation CPI a baissé à 2% au mois de mai, depuis 2,1% en avril, avec une variation de l'indice de 0,3% sur le mois. L'inflation sous-jacente (CPI hors énergie, produits alimentaires, alcool et tabac) a atteint un plus bas depuis janvier 2017 à 1,7%, après avoir été stable à 1,8% entre février et avril. C'est la composante transport qui a contribué le plus négativement au taux d'inflation, en raison de la baisse des tarifs aériens après Pâques et de la faiblesse des prix des automobiles. L'inflation des services a baissé à 2,6% depuis 2,9% en avril, celle des biens a légèrement augmenté à 1,5% après 1,4% en avril.



☑ **Notre opinion** – Le recul de l'inflation suggère au moins deux observations. Tout d'abord, que le gros de l'impact de la dépréciation de la livre post-référendum sur le taux d'inflation est derrière nous. Ensuite, que l'accélération de la croissance des salaires (3,4% 3m/3m en avril 2019 par rapport à 1,7% deux ans auparavant) ne conduit toujours pas à des pressions significatives sur les prix. Le recul de l'inflation devrait se poursuivre dans les prochains mois : la BoE prévoit un inflation CPI à 1,6% au dernier trimestre de l'année.

Europe centrale et orientale, Asie centrale

Slovénie : le pays retrouve sa notation de 2006

L'agence de notation S&P a relevé d'un cran la notation du souverain slovène (de A+ à AA-) en l'accompagnant d'une perspective stable.

À travers cette amélioration, l'agence salue les efforts considérables effectués par le gouvernement pour diminuer les ratios de dette publique et stimuler la croissance du PIB.

En effet, l'endettement public est passé de 80% du PIB en 2015 à 69% du PIB en 2018. Il devrait s'établir à 61% en 2019, selon les estimations de l'agence de notation. Le déficit budgétaire s'est sensiblement réduit également et, depuis trois ans, les finances publiques enregistrent un léger surplus atteignant 0,5% du PIB en 2018. Cet équilibre des finances publiques devrait se poursuivre, contribuant ainsi à la baisse progressive de la dette publique.

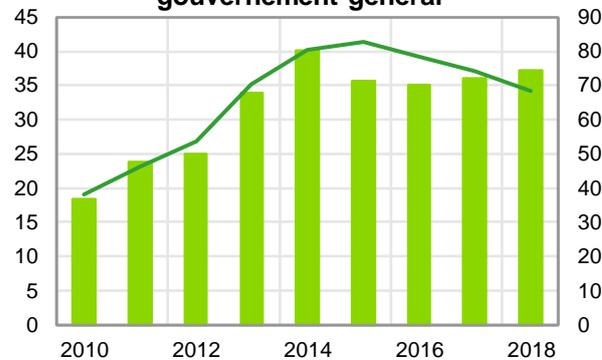
D'autre part, la croissance du PIB slovène a été et demeure assez soutenue. Grâce à une économie assez diversifiée et plutôt ouverte vers les exportations, le PIB croît depuis 2014 entre 3% et 5% par an.

Les principales composantes de la croissance restent les exportations et les investissements. Ces dernières années, on observe une part de plus en plus élevée de la demande domestique, avec notamment la consommation privée. Cette dernière

est fortement stimulée par le bon environnement du marché du travail. Le pays a vu son taux de chômage se diviser par deux en presque cinq ans, passant de 10% en 2013 à 5% en 2018. Cette importante diminution du taux de chômage s'est accompagnée d'une hausse des salaires et donc du pouvoir d'achat.

La Slovénie est par ailleurs, le pays d'Europe centrale et orientale avec le plus fort niveau de PIB par habitant exprimé en parité de pouvoir d'achat. Avec 36 550 dollars par an, elle est en tête, mais se situe encore en dessous de la moyenne européenne.

Slovénie : dette du gouvernement général



Source : FMI/ CASA  Mds USD  % du PIB (dr.)

☑ Notre opinion – *Malgré des anticipations de ralentissement de cette dynamique, la Slovénie demeure une économie relativement stable, avec un long chemin de transition économique déjà parcouru. La croissance du PIB devrait se stabiliser autour de 3% avec une composante interne de plus en plus forte. Les exportations lui assureront toujours un excédent courant (autour de 6% du PIB), qui à son tour contribue à la réduction de la dette externe. La perspective d'une plus forte reprise de la consommation interne pourrait atténuer un peu ces effets bénéfiques de l'excédent commercial sans pour autant les annuler.*

Néanmoins, le pays a encore d'importants défis à réussir. À commencer par les réformes de son système d'éducation et de santé, en passant par la réalisation effective de son programme de privatisations. La réussite de ce programme de réformes dépendra certainement de la stabilité politique de la coalition en place, ce qui est loin d'être garanti. Les divergences au sein du Parlement peuvent aboutir à des élections anticipées et mettre sérieusement en cause la mise en œuvre des politiques économiques et sociales.

Pour l'heure « l'upgrade » est bien mérité.

Asie

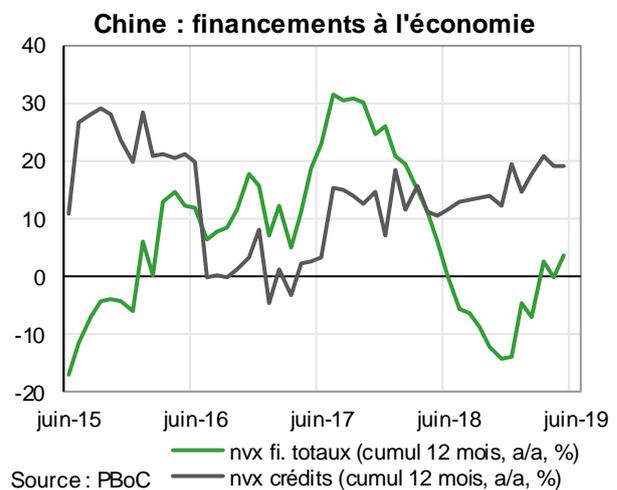
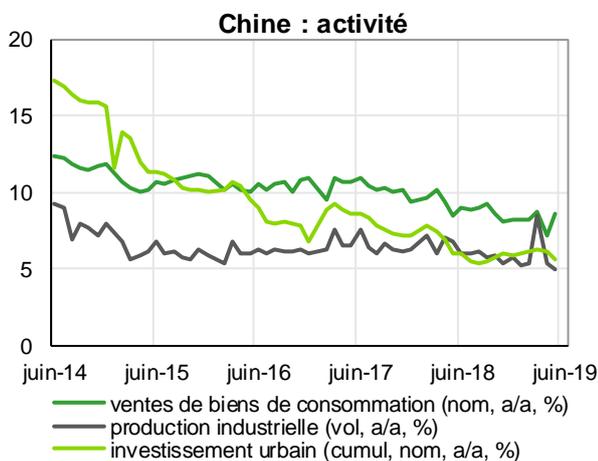
Chine : toujours sous pression baissière

Il s'agit de l'activité économique au mois de mai, du moins telle que vue au travers des indicateurs publiés par le bureau des statistiques chinois. Ainsi, la production industrielle a progressé de 5% en variation sur un an le mois dernier, lorsqu'elle avait augmenté de 5,4% en avril. Le consensus tablait sur une hausse de 5,5%, et c'est en tout cas un plus bas depuis février 2002 et même depuis août 1990 hors période du nouvel an chinois (dont les chiffres d'activité sont perturbés par un effet saisonnier et difficiles à interpréter).

L'investissement (en milieu urbain), pour sa part, a crû de 5,6% le mois dernier, soit d'un demi-point de pourcentage de moins que le mois d'avant. Là, le consensus anticipait une hausse de 6,1%. Seules

les ventes au détail ont progressé plus vite en mai qu'en avril, de 8,6% au lieu de 7,2%, trompant encore le consensus qui certes entrevoyait cette fois la bonne tendance, mais avec plus d'inertie, une augmentation de 8,1%.

Côté immobilier, cela fléchit partout. Les nouvelles mises en chantier ont augmenté de 11,4% en variation sur un an en mai, comparé à une hausse de 13,8% le mois précédent. L'investissement réalisé par les développeurs, lui, a progressé de 0,7 point de moins le mois dernier qu'en avril, de 11,2% exactement. Et les ventes dans le résidentiel se sont de nouveau contractées en mai, de 0,7%, lorsqu'elles avaient très légèrement crû le mois d'avant, de 0,4%.



☑ Notre opinion – Au regard des données d'avril et mai réunies, l'économie chinoise semble bien partie pour marquer le pas sur l'ensemble du deuxième trimestre, lorsque la croissance s'était stabilisée à 6,4% durant les trois premiers mois de l'année, créant la surprise (le consensus était à 6,3%).

Le fait est que si les mesures prises par Pékin depuis l'an passé pour soutenir l'économie avaient alors (au premier trimestre) joué favorablement au point d'empêcher le recul plus avant de l'activité économique, cela ne semble plus suffire. Et alors que la dynamique des nouveaux crédits et, plus largement, de nouveaux financements à l'économie s'est redressée ces derniers mois, traduisant une politique monétaire plus accommodante, l'économie chinoise semble subir plus durement les retombées négatives des tensions avec Washington, que ce soit de façon directe (même si les exportations vers les États-Unis se sont un peu moins contractées en mai qu'en avril) ou indirecte. On le voit avec la trajectoire de la production industrielle et celle de l'investissement le mois dernier.

C'est pourquoi il faut sans doute s'attendre à d'autres gestes de la part de Pékin pour soutenir la croissance au cours des semaines et mois à venir, et peut-être même à un changement de méthode, avec une approche plus agressive au détriment du pilotage fin jusqu'à présent adopté. Cela semble en tout cas s'esquisser ainsi pour le moment (cf. le [numéro de Perspectives de la semaine dernière](#)) ; d'ailleurs, les marchés anticipent dorénavant deux à trois baisses des taux d'intérêt directs de la Banque centrale au cours des mois à venir, alors que la PBoC n'a plus baissé ses taux depuis la fin 2015. A fortiori lorsqu'il est de plus en plus à craindre que Washington et Pékin ne parviennent à un accord commercial prochainement ; notamment parce qu'après les récents événements à Hong Kong et le revers essuyé par Xi Jinping, le leader chinois pourrait avoir intérêt (d'un point de vue politique interne) à se montrer ferme, en jouant sur la fibre nationaliste, et en tout cas à ne laisser aucunement l'impression qu'il fait des concessions aux États-Unis.

Afrique du Nord, Moyen-Orient

Croissance des PIB sous fortes contraintes en 2019

La croissance économique de la région a été assez contrastée en 2018 pays par pays, mais est restée plutôt modeste au global avec un PIB en croissance de seulement 1,6%, peu différente de l'année 2017 (1,4%), mais très en retrait par rapport à 2016 (4,7%) et 2015 (2,7%).

Compte tenu de la taille de leur PIB respectif, les récessions en Arabie en 2017 (-0,7%) et en Iran en 2018 (-4% estimé) ont des impacts significatifs sur les moyennes régionales. Si l'on isole l'Iran, la croissance est un peu meilleure, mais reste plus ou moins atone dans la région. Plusieurs raisons expliquent une croissance globalement modérée : la première est le prix du pétrole, qui, s'il est resté assez élevé l'année passée à 77 dollars le baril en moyenne, s'est accompagné des contraintes de production que s'imposent les pays producteurs pour justement maintenir les cours. Les PIB pétroliers croissent modestement, voire sont en récession comme constaté en Algérie. La deuxième raison tient à la nature structurelle des politiques économiques généralement assez pro-cycliques et qui ont encore de la difficulté à atténuer les effets de cycle pour compenser des environnements externes difficiles par des politiques de relance. Par ailleurs, les risques politiques et géopolitiques commencent également à avoir des impacts significatifs en termes de croissance : la crise du Qatar, les tensions dans le golfe Persique et l'embargo contre l'Iran qui entraîne une récession et un déficit de croissance dans les pays du Golfe, les mouvements sociaux en Algérie et les diverses crises régionales qui ne s'apaisent guère, tout ceci pèse sur le sentiment global et donc sur la demande interne. Enfin, les perspectives de croissance mondiale sont moins

bonnes en 2019, en raison des tensions commerciales entre les États-Unis et la Chine, et d'une décélération assez générale.

Seule exception à ce tableau plutôt morose : l'Égypte reste dans la phase de redéploiement de son économie, tirée par les retombées positives de sa réforme monétaire et par les lourds investissements publics en infrastructures et en bâtiments administratifs.

PAYS	PIB 2018 (%)	PIB 2019 (%)	PIB 2018 Mds USD
Algérie	1,5	2,1	175
Arabie Saoudite	2,2	1,6	782
Bahreïn	1,8	2,0	38
Emirats A.U.	1,7	2,7	414
Egypte	5,3	5,3	251
Irak	- 1,0	4,0	190
Iran	- 4,0	- 6,0	513
Israël	3,3	3,1	363
Jordanie	1,9	2,4	42
Koweït	1,2	1,8	142
Liban	0,8	1,5	57
Libye	n.d.	n.d.	32
Maroc	2,8	2,9	118
Oman	2,3	2,8	79
Qatar	1,4	2,5	192
Syrie	n.d.	n.d.	16
Tunisie	2,5	2,0	40
Yémen	n.d.	n.d.	33
TOTAL	1,6	1,6	3 477

Sources : locales, Banque mondiale, FMI, Crédit Agricole SA.

✓ Notre opinion – La croissance du PIB de la région restera donc contrainte en 2019 par cet environnement fait d'incertitudes et de menaces. Elle devrait rester stable par rapport à 2018 et s'établir en moyenne à 1,6%. C'est un chiffre très en retrait par rapport aux pays émergents (qui devraient croître de plus de 4%, tirés par l'Asie). Un grand nombre de pays devaient toutefois constater une légère amélioration de leur croissance, mais sans retrouver les performances des années passées. Pour la plupart des économies, les ratios d'endettement ne devraient donc pas s'améliorer grâce au regain d'activité.

Maroc : régime de change inchangé

Le gouverneur de la Banque centrale du Maroc a estimé récemment que le pays n'était pas dans une position macro-économique et financière propre à assouplir un peu plus son régime de change, comme le souhaiterait le FMI. Actuellement, le cours du

dirham est fixé à un panier de monnaies comprenant 60% d'euros et 40% de dollars et autorisé à fluctuer dans des bandes de plus ou moins 2,5% autour de cette parité.

Afrique sub-saharienne

Rapport sur l'investissement dans le monde 2019 : hausse des IDE entrants

En 2018, les flux d'IDE à destination de l'Afrique sub-saharienne ont résisté à la tendance mondiale à la baisse et ont atteint 32 Mds USD, soit une hausse de 13% après les baisses successives de 2016 et 2017.

En Afrique de l'Ouest, les flux entrants ont diminué de 15% à environ 9,6 Mds USD principalement en raison de la chute des flux entrants au Nigéria (-42% à seulement 2 Mds USD). Le Ghana devient ainsi le premier récipiendaire d'IDE en Afrique de l'Ouest, malgré la baisse de 8% des IDE entrants à 3 Mds USD.

En Afrique de l'Est, les IDE entrants se sont maintenus à 9 Mds USD en 2018. L'Éthiopie demeure le premier receveur, malgré la baisse de 18% des flux (3,3 Mds

USD). Le Kenya voit au contraire ses IDE entrants augmenter de 27% à 1,6 Md USD.

En Afrique centrale, les flux d'IDE entrants se sont également maintenus et le Congo demeure toujours le premier receveur d'IDE de la région à 4,3 Mds USD.

Finalement, c'est l'Afrique australe qui présente l'augmentation la plus importante puisque les IDE entrants sont passés de -925 M USD en 2017 à 4,2 Mds USD en 2018. Cette augmentation est principalement due à l'Afrique du Sud qui a doublé son montant d'IDE reçus à 5,3 Mds USD, tandis que l'Angola subit toujours des sorties d'IDE de 5,7 Mds USD en 2018.

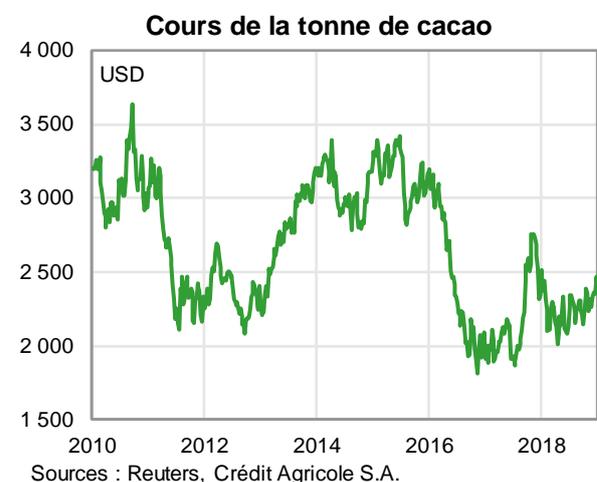
☑ Notre opinion – La réduction des flux d'IDE entrants dans certaines des principales économies du continent, telles que le Nigéria et l'Éthiopie, a été compensée par une forte augmentation dans d'autres, notamment en Afrique du Sud, deuxième économie de la région. L'exploitation de ressources naturelles est le principal moteur de cette hausse d'IDE. Cependant, une croissance économique mondiale inférieure aux prévisions, des tensions commerciales croissantes et une croissance du PIB timide en Afrique sub-saharienne ont limité l'ampleur de cette augmentation.

L'amorce d'un redressement des prix des matières premières ainsi que les progrès de la coopération interrégionale, grâce à la signature de l'accord sur la zone de libre-échange panafricaine, pourraient faire augmenter les flux d'IDE en 2019, à condition que l'environnement politique mondial demeure favorable.

Ghana/Côte d'Ivoire : suspension des ventes de cacao pour la campagne agricole de 2020-2021

Les deux premiers producteurs mondiaux de cacao, la Côte d'Ivoire et le Ghana, ont suspendu leurs ventes pour la campagne agricole 2020-2021 jusqu'à nouvel ordre. Ils espèrent ainsi obtenir un prix plancher minimum de 2 600 dollars par tonne, afin de mieux rémunérer les producteurs et de soutenir les industries cacaoyères locales. L'or brun représente environ 10% du PIB de chacun des deux pays

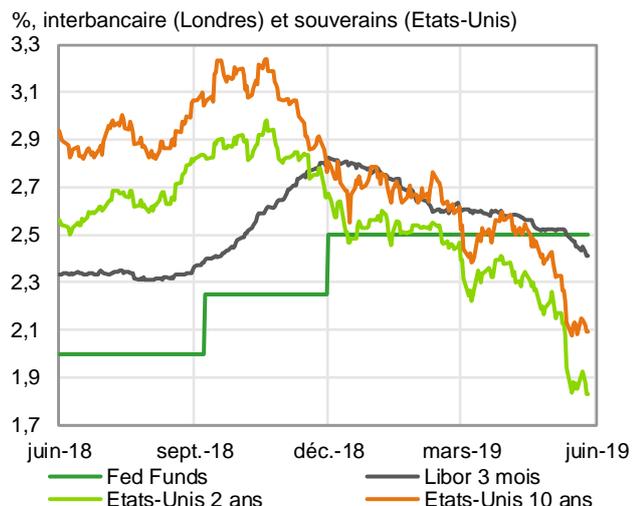
L'annonce a été faite conjointement par COCOBOD (Ghana) et par le Conseil de Café-Cacao (Côte d'Ivoire). Ces deux pays ont déjà conclu un accord en mars 2018, afin d'avoir un système de mise sur le marché similaire. Il consiste notamment à vendre par anticipation 80% de la récolte et d'aller sur le marché quand les cours sont élevés pour les 20% restant.



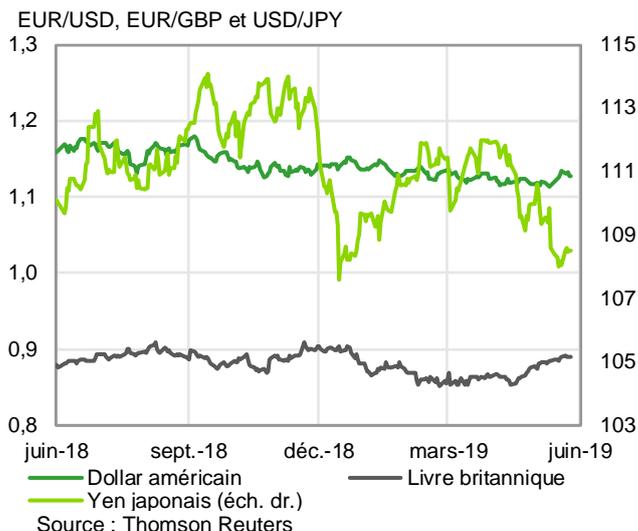
☑ Notre opinion – La Côte d'Ivoire et le Ghana détiennent plus de 62% des stocks mondiaux de cacao (environ 3 millions de tonnes sur les 4,8 millions de tonnes des stocks mondiaux). L'objectif affiché est de peser sur les marchés afin de mieux rémunérer les agriculteurs locaux. En trente ans, le prix du cacao a été divisé par quatre et aujourd'hui seulement 6% des résultats de la vente reviennent aux agriculteurs. Le contexte du marché semble favorable à l'obtention du prix plancher, puisque les cours mondiaux dépassent actuellement 2 500 dollars la tonne. Le cours reflète la forte demande pour ce produit, mais aussi les craintes sur les prochaines récoltes. Au Ghana, de nombreux cacaoyers sont vieillissants ou malades, ce qui nécessite un vaste programme d'arrachage d'arbre.

Tendances à suivre

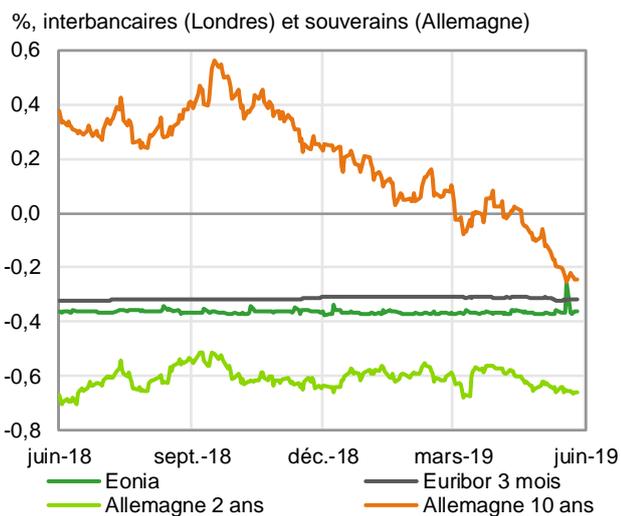
Taux d'intérêt en dollar américain



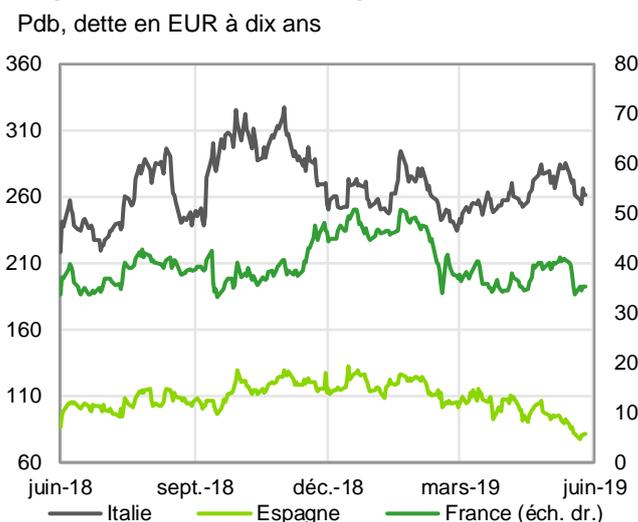
Taux de change des principales devises



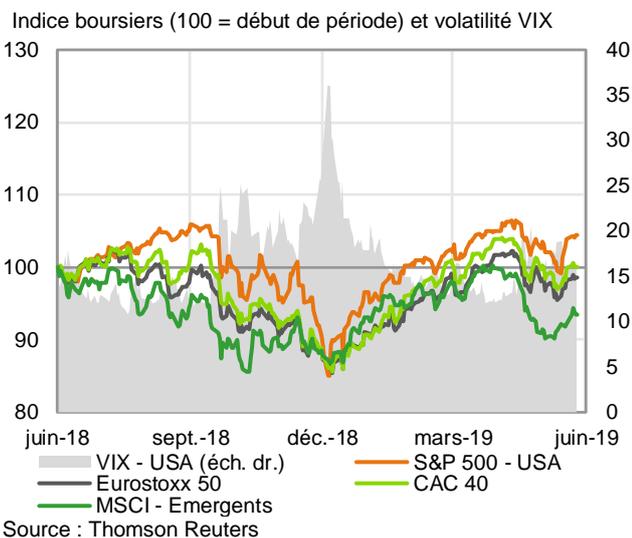
Taux d'intérêt en euro



Spreads souverains européens avec le Bund



Marché actions

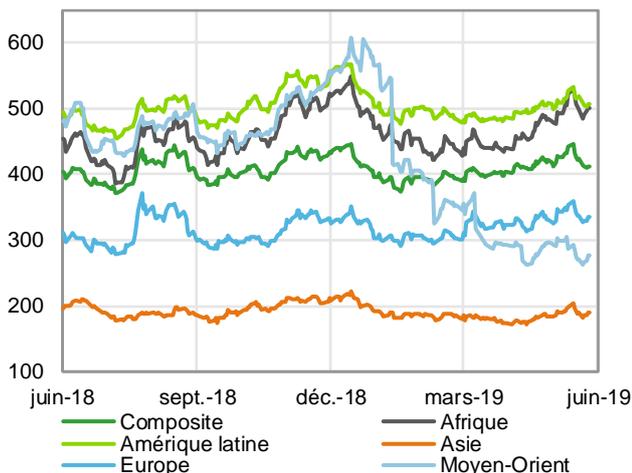


Cours de l'once d'or



Spreads souverains émergents avec le T-Bond

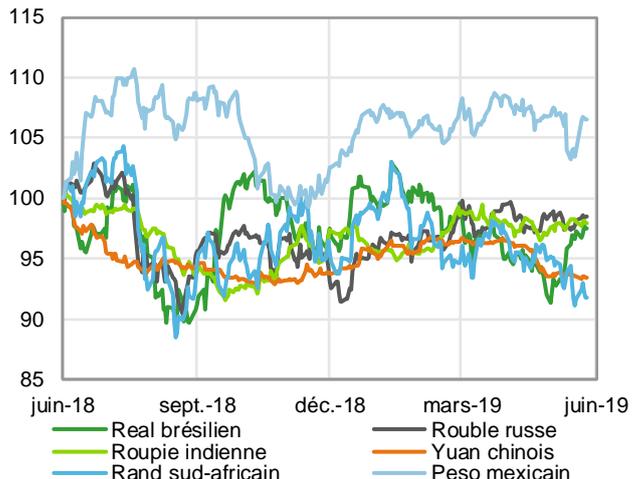
Indices EMBI+ (pdb, dette en USD de plus d'un an)



Source : JP Morgan

Devises émergentes

/USD (indice 100 = début de période)



Source : Thomson Reuters

Coût du transport maritime de vrac sec

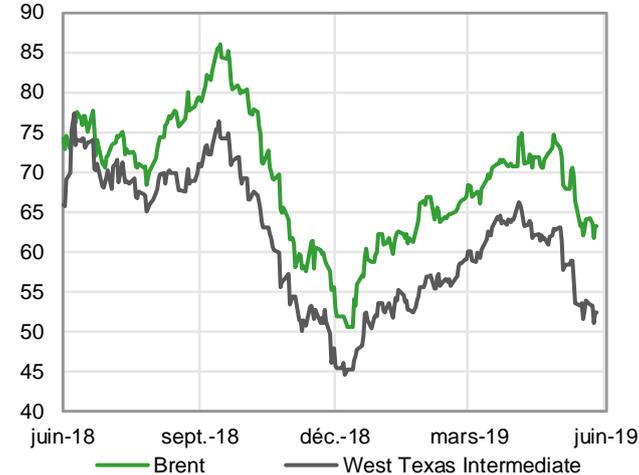
Baltic Dry Index (USD/point)



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

Date	Titre	Thème
19/06/2019	<u>France – travail temporaire : tendances à mi-juin</u>	France, Sectoriel
14/06/2019	<u>Monde - L'actualité de la semaine</u>	Monde
12/06/2019	<u>France – Établissements de santé : tendances à mi-juin 2019</u>	France, Sectoriel
11/06/2019	<u>France – Finances publiques 2018-2022</u>	France
07/06/2019	<u>Monde - L'actualité de la semaine</u>	Monde
31/05/2019	<u>Enjeux politiques – Parlement européen : que fera la majorité européenne ?</u>	Union européenne
31/05/2019	<u>Monde - L'actualité de la semaine</u>	Monde
29/05/2019	<u>Italie – Scénario 2019-2020 : pas de récession, mais pas de reprise globale non plus</u>	Italie
28/05/2019	<u>Espagne – Scénario 2019-2020</u>	Espagne
24/05/2019	<u>Monde - L'actualité de la semaine</u>	Monde
21/05/2019	<u>L'OBSERVATOIRE financier des Entreprises Agroalimentaires</u>	Agri-Agro
17/05/2019	<u>Monde - L'actualité de la semaine</u>	Monde
14/05/2019	<u>France – Immobilier résidentiel : évolutions récentes et perspectives 2019-2020</u>	France, immobilier
10/05/2019	<u>France – Scénario 2019-2020 : 2019, un pouvoir d'achat plus dynamique</u>	France

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, 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 CABELLE

Afrique sub-saharienne : Anne-Lise AURICHE

Documentation : Dominique PETIT, Elisabeth SERREAU

Statistiques : Robin MOURIER

Réalisation et Secrétariat de rédaction : Fabienne PESTY

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

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

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

iPad : application [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.