

# Perspectives

Hebdomadaire – N°19/122 – 5 juillet 2019

## MONDE – L'actualité de la semaine

### L'ère de l'emprunt gratuit ?

Les taux de rendement des titres souverains ont poursuivi leur dégringolade cette semaine, témoignant de perspectives de relance du stimulus monétaire déjà bien intégrées par les marchés. Le Bund a atteint un nouveau plus bas historique à -0,40%, soit le niveau du taux de dépôt de la BCE. Le taux à dix ans français vient de toucher également un plus bas historique à -0,13% jeudi, jour où l'Agence France Trésor (AFT) a effectué une levée de dette à dix ans, la première de l'histoire à taux négatif. L'appétit pour le risque a nourri une hausse des indices actions et une baisse de la volatilité. Les primes de risque en zone euro se sont comprimées. En Italie en particulier, la prime de risque a baissé de 38 points de base sur la semaine, bénéficiant de la décision de la Commission européenne à renoncer à l'ouverture d'une procédure pour déficit excessif cette année. Le taux à deux ans italien est par ailleurs passé en territoire négatif pour la première fois depuis mai 2018.

L'élection de Christine Lagarde, l'actuelle patronne du FMI, pour remplacer Mario Draghi à la fin de l'année, est également perçue comme un facteur de détente des taux et de continuité de la politique de la BCE. Novice dans le domaine de la Banque centrale, elle devrait éviter d'opérer des changements radicaux dans l'arsenal d'outils développé par M. Draghi depuis qu'il est à la tête de la BCE. Toutefois, d'aucuns craignent un manque de proactivité par rapport à son prédécesseur. Dans tous les cas, le fait que le président de la Bundesbank Jens Weidmann ait été éliminé de la course suggère que la tonalité *dovish* de la BCE est là pour durer.

En termes d'indicateurs économiques, aux États-Unis, les chiffres de créations d'emplois dans les secteurs non-agricoles se sont inscrits en hausse au mois de juin à 224 000, après 72 000 le mois précédent, un résultat meilleur que prévu. Le taux de chômage a rebondi légèrement à 3,7%, après 3,6%, reflétant une hausse de 335 000 de la population active et une hausse du taux de participation à 62,9%, depuis 62,8%. Si le taux de chômage est en-deçà du taux de chômage d'équilibre estimé à 4,2% par la Fed, des

mesures élargies des capacités non-utilisées dépeignent un marché du travail moins dynamique. La mesure U6 du taux de chômage, qui inclut les travailleurs à temps partiel à la recherche d'un emploi et les personnes découragées qui ont abandonné la recherche d'un emploi, a augmenté légèrement à 7,2%. Par ailleurs, la croissance des salaires a été stable à 3,1%.

Les chiffres d'emploi américains, meilleurs que prévu, sont venus tempérer les signaux plus pessimistes envoyés par les enquêtes de climat des affaires au mois de juin. Si elles se maintiennent en territoire d'expansion, les enquêtes reculent aussi bien dans le secteur manufacturier, que dans les services sur fond de ralentissement des nouvelles commandes. L'ISM manufacturier baisse pour le troisième mois consécutif à 51,7, après 52,1 en mai, touchant un plus bas depuis fin 2016. Dans les services, l'ISM recule de 3 points à 58,2.

- ☞ Zone euro : épargne des ménages en hausse et ralentissement des marges au T1 .....2
- ☞ Allemagne : les commandes industrielles toujours dans le rouge !.....2
- ☞ Italie : examen passé en 2019, rattrapage en 2020...3
- ☞ Italie : le chômage au plus bas depuis 2012.....3
- ☞ Espagne : L'indice des directeurs d'achat passe dans la zone de contraction.....4
- ☞ Royaume-Uni : l'économie replonge en contraction, selon les indices PMI .....5
- ☞ Suède : la Riksbank envisage de poursuivre la normalisation de sa politique monétaire .....5
- ☞ Tchéquie : les soupçons de détournement de fonds mobilisent les Tchèques.....6
- ☞ Russie : une croissance à surveiller .....6
- ☞ Chine : pas d'amélioration du côté des PMI.....7
- ☞ Maroc : croissance du PIB un peu poussive en début d'année .....8
- ☞ Émirats Arabes Unis : des perspectives de croissance sous contraintes.....8
- ☞ Afrique de l'Ouest : l'« eco » sera-t-il la future monnaie commune de la CEDEAO ?.....9

## Zone euro

### Zone euro : épargne des ménages en hausse et ralentissement des marges au T1

La progression du revenu disponible des ménages se renforce au T1 2019 (1% sur le trimestre, après 0,7% et 4,4% sur l'année), mais celui-ci est de moins en moins consommé (0,5% sur le trimestre, après 0,6% pour la consommation en valeur). Le taux d'épargne ne cesse donc d'augmenter (12,6%, après 12,1%). La rémunération des salariés continue de croître à des rythmes soutenus, mais stables (3,9% sur un an) et les effets de richesse redeviennent positifs après la baisse des valorisations du T4 2018. L'épargne supplémentaire alimente l'investissement résidentiel des ménages qui progresse de plus en plus vite (2,4% sur le trimestre, après 1,5%), alimenté par une accélération de la croissance du crédit (3,4% sur un an, après 3,2%). L'investissement non financier accélère également. La richesse nette des ménages

est en hausse de plus en plus rapide (3,6% sur un an, après 2,5%) et la dette continue de baisser (93% du revenu disponible, après 93,4% un an auparavant).

La modeste accélération de la valeur ajoutée (0,8% sur le trimestre en valeur, après 0,7%) pèse sur les marges des entreprises. L'EBE croît de moins en moins vite et le taux de marge s'érode retrouvant son niveau de la fin 2014. Par conséquent, l'investissement perd en vigueur (1% sur le trimestre en valeur, après 1,9%), ainsi que la croissance du crédit aux sociétés non financières (1,3% sur un an, après 2%). Les entreprises en revanche se financent de plus en plus par des émissions obligataires et des actions, mais leur taux d'endettement poursuit sa baisse (135,6% de la valeur ajoutée, après 136,7%).

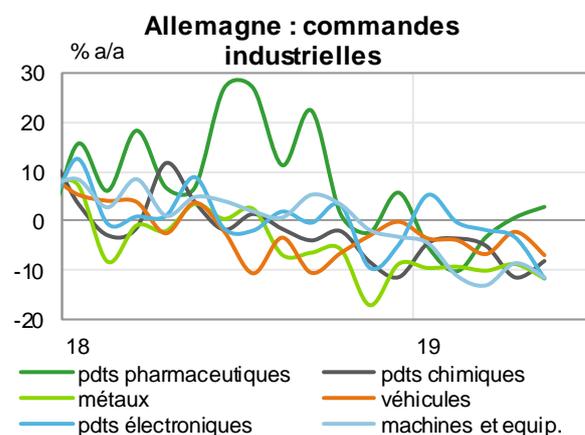
**✓ Notre opinion** – *Le comportement des agents privés dans la zone euro reproduit bien les évolutions propres à une phase de blocage du cycle. La bascule du partage de la valeur ajoutée en faveur du facteur travail est avérée et engendre une révision à la baisse des dépenses d'investissement. Pour l'instant, cette révision reste modérée, mais les perspectives de demande – notamment étrangère – s'assombrissent. Tant que la révision à la baisse ne concernera pas les effectifs, la consommation des ménages peut continuer à fournir un soutien à la demande intérieure et justifier la poursuite de l'investissement.*

*Cependant, le cycle de consommation privée se modère aussi sous l'effet d'une plus forte propension à épargner. Elle se justifie par la saturation de la consommation, mais aussi par une reconstitution de l'objectif patrimonial des ménages, avec des achats unitaires de logement de plus en plus chers. Si la confiance en baisse peut constituer le grain de sable qui peut faire se gripper le mécanisme de la croissance, il est néanmoins évident qu'il n'y a pas de concurrence aiguë sur le marché des facteurs de production et du crédit ni entre les ménages et les entreprises, ni entre les différentes entreprises. L'absence de raréfaction de l'offre et la présence de conditions de financement encore très accommodantes qui caractérisent ce cycle peuvent encore garantir un soutien à la croissance.*

### Allemagne : les commandes industrielles toujours dans le rouge !

Les commandes industrielles ont de nouveau déçu outre-Rhin en enregistrant une chute de 2,2% au mois de mai, après une faible hausse de 0,4% en avril. Cette dégradation s'observe sur les biens d'investissement, les biens intermédiaires ; mais aussi sur les biens de consommation. La ventilation géographique permet d'identifier que les commandes domestiques ont plutôt résisté ce mois-ci (+0,7% sur le mois), alors que celles en provenance de l'étranger – et notamment des pays tiers – se sont dégradées significativement (-5,7%). La grande majorité des secteurs industriels est concernée par ce repli de la demande en mai. En variation annuelle, les commandes industrielles affichent un recul de 8,7%, ce qui vient saper tout espoir de redressement du secteur industriel à court terme et ampute sévèrement la croissance du pays estimée à 0,7% (en moyenne annuelle) cette année. Une enquête de l'institut Ifo a révélé cette semaine que 8,5% des industriels allemands anticipaient d'avoir recours au chômage partiel dans les trois prochains mois, contre 3,8% l'utilisant aujourd'hui. Il s'agit du

pourcentage le plus élevé depuis 2013. En parallèle, la Chambre de commerce et d'industrie allemande (DIHK) a révisé de plus de la moitié sa prévision de croissance des exportations pour l'année en cours à 1%, contre 2,5% auparavant.



Sources : FSO, Crédit Agricole S.A.

**✓ Notre opinion** – *L'industrie allemande dans son ensemble, et pas seulement le secteur automobile, ne réussit pas à se redresser depuis septembre dernier. Les commandes continuent de chuter sous l'effet d'une demande étrangère hors zone euro en chute libre. La prépondérance du secteur industriel dans l'économie allemande ainsi que sa dépendance à l'exportation affaiblissent les perspectives de croissance dans un contexte de montée du protectionnisme commercial entre les deux acteurs majeurs que sont les États-Unis et la Chine.*

### **Italie : examen passé en 2019, rattrapage en 2020**

La Commission européenne a décidé de ne pas recommander l'ouverture d'une procédure pour dette excessive à l'encontre de l'Italie au prochain ECOFIN des 8 et 9 juillet. Le gouvernement italien a enfin fourni les réponses nécessaires et suffisantes. Avec un collectif budgétaire de 7,6 Mds € (0,42 point de PIB), il compense le dérapage du déficit en 2018 et en 2019 et offre des garanties sur une évolution des finances publiques en 2020 plus conforme avec les objectifs. Ainsi, le déficit pour 2019 devrait passer de 2,4% prévus dans le programme de stabilité d'avril dernier à 2% en ligne avec l'objectif fixé avec la CE fin 2018, lorsque l'ouverture d'une procédure pour déficit excessif avait été évitée. La correction apportée aux comptes publics comporte 6,1 Mds € de recettes supplémentaires (3,5 Mds € de recettes fiscales et 2,7 Mds € de recettes exceptionnelles en compte capital) et 0,1 Md € de moindres dépenses nettes. À ces dernières se rajoutent 1,5 Md € de moindres dépenses sur les deux mesures phares du gouvernement (revenu de citoyenneté et Quota 100, le dispositif de retraite anticipée). Ces mesures ont été validées en fin de course par une clause à activer le 15 septembre, si le déficit déviait de la cible. Ce sont bien les moindres dépenses dont la CE voulait s'assurer qu'elles soient destinées à la réduction du déficit et que le gouvernement souhaitait redistribuer aux ménages sous forme d'autres prestations.

Finalement, l'ajustement apporté au déficit structurel de 2019 par ce collectif budgétaire serait de 0,45 point de PIB permettant une réduction de

0,2 point du déficit structurel en 2019, en conformité avec les critères des règles européennes.

Ce collectif budgétaire permet aussi de rassurer sur l'évolution du déficit pour 2020, permettant de partir d'un niveau de déficit plus faible. Il fournit aussi des signaux sur l'architecture de la loi de finances pour 2020. En effet, 1,5 Md € de recettes fiscales supplémentaires enregistrées en 2019 seraient structurelles et reconductibles en 2020. Aussi, les moindres dépenses sur les deux mesures phares pourraient se monter à 5-6 Mds € en 2020. Les comptes publics en 2020 pourraient aussi bénéficier de moindres charges d'intérêt du fait d'une baisse des taux longs en zone euro, ainsi que de la baisse récente de la prime de risque sur la dette italienne.

La lettre envoyée à la CE par le gouvernement détaillant ces mesures ne fait pas mention du projet de réforme de la fiscalité (*flat tax*) annoncé par la Ligue. Si le projet reste d'actualité, sa mise en œuvre risque d'être plus progressive et moins étendue qu'initialement anticipé. Il pourrait prévoir une baisse du taux d'imposition sur les revenus supérieurs à 55 000 € financé par un réaménagement des déductions et niches fiscales. Pour les revenus inférieurs à 55 000 €, c'est l'application du quotient familial (dans un système jusqu'ici individualisé) qui pourrait réduire la pression fiscale. Les ressources destinées au bonus de 80 € pour les ménages les plus pauvres pourraient aussi aller financer la baisse de la fiscalité. Le coût de cette mesure pour les finances publiques pourrait ainsi se voir réduit.

**✓ Notre opinion** – *Le gouvernement vert-jaune manie bien la clameur et le silence. Si beaucoup de bruit a accompagné la confrontation avec les institutions européennes, la destination des moindres dépenses sur les deux mesures phares de réduction du déficit est passée sous silence. Pas de collectif budgétaire donc dans la communication des deux forces de la majorité, au point que leurs leaders ont bien orchestré leur absence du Conseil des ministres qui le validait, afin de ne pas y apporter leur signature et de ne pas en porter la responsabilité politique auprès de leurs électeurs.*

### **Italie : le chômage au plus bas depuis 2012**

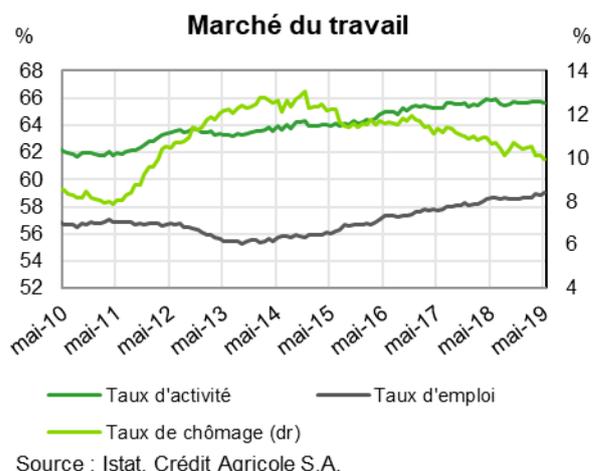
Le taux de chômage italien poursuit sa tendance à la baisse. Après la stabilité d'avril, il a reculé de 0,2% et s'affiche à 9,9% en mai, un niveau qui n'a pas été observé depuis février 2012. Le taux d'emploi, à 59%, atteint également un pic.

Le recul du chômage s'explique par une augmentation de l'emploi (+0,3%, soit 67 000 personnes) et une réduction des chercheurs d'emploi (-1,9%,

51 000 individus). Toutes les catégories de travailleurs sont en expansion : les contrats à durée déterminée, indéterminée et les indépendants.

Sur un an, l'emploi a progressé de 0,4% et l'expansion concerne les hommes et les femmes de 15 à 24 ans (+43 000) et surtout les plus de 50 ans (en hausse de 300 000), tandis que les tranches d'âge centrales sont en recul. Au regard de la

composante démographique, l'évolution est positive pour tous les groupes d'âge. Les salariés permanents progressent néanmoins moins vite (+63 000, 0,4%) que les salariés temporaires (+18 000, 0,6%) et que les indépendants (+12 000, 0,2%). La croissance de l'emploi s'accompagne d'une baisse significative du nombre de chômeurs (-6,9%) et d'une stabilité des inactifs âgés de 15 à 64 ans.



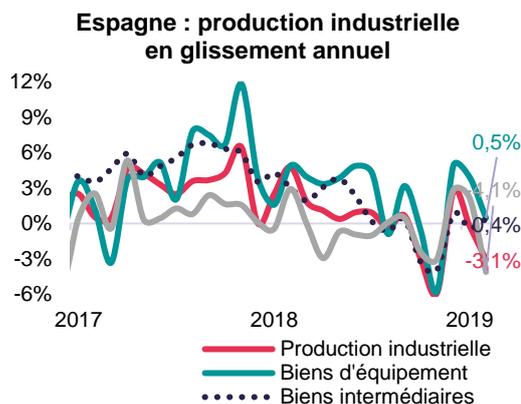
**Notre opinion** – Le marché de travail se maintient dynamique en Italie. Les entreprises, même dans une situation d'incertitude, continuent d'embaucher. Le taux de chômage pour les 15-24 ans est passé de 42,8% en mai 2014 à 30,5% en mai 2019. En prévision, la tendance devrait se poursuivre : les indicateurs PMI signalent une expansion de l'emploi pour les secteurs des services et de la construction et un recul pour le secteur manufacturier.

**Espagne : L'indice des directeurs d'achat passe dans la zone de contraction**

Le ralentissement du cycle manufacturier semble également toucher l'Espagne. L'indice d'activité auprès des directeurs d'achat est passé pour la première fois sous le seuil de 50 au mois de juin à 47,9, soit son niveau le plus faible depuis six ans. La baisse des nouvelles commandes et de la production manufacturière explique cette contraction. Les données d'enquête signalent en effet que face aux absences de débouchés aussi bien domestiques qu'étrangers, les entreprises ont baissé leur production et leurs embauches, alors même que les prix des intrants étaient plus faibles.

Ces résultats font écho aux données d'enquête publiées par le ministère de l'Industrie dans l'enquête de conjoncture mensuelle (ECI). Elle signale également un affaiblissement de la production manufacturière en juin, avec un solde de l'indicateur du climat industriel (ICI) qui s'est établi à -3,7 points, soit 0,4 point de moins par rapport à mai (-3,3 points) et 3,6 points par rapport à juin 2018. L'indice de la production industrielle pour le mois de mai ne reflète pas encore cette dégradation et progresse de 0,3% d'un mois sur l'autre, après avoir crû de 1,8% en avril. Ces deux hausses consécutives masquent une progression en demi-teinte de la production industrielle depuis le début de l'année avec certes de

meilleures performances que celles enregistrées en 2018, mais nettement en deçà de 2017. Le détail de la production industrielle par types de bien continue d'indiquer une dégradation de la production des biens de consommation durables, qui se poursuit depuis le début de l'année et qui commence à toucher le segment des biens intermédiaires, tandis que la production des biens d'équipement se stabilise.

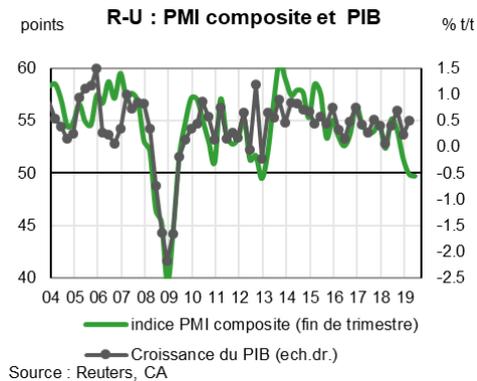


**Notre opinion** – D'après l'enquête de IHS Markit et de la ECI, les anticipations de production restent globalement positives (+4,8 en mai et +5 en juin) pour les prochains mois, mais ces anticipations ne semblent pas se concrétiser dans les données dures. Les carnets de commandes sont également en baisse aussi bien domestiques (-1 en juin et -5,1 en mai) qu'étrangers (-11 en mai et -1 en juin). Les entreprises espagnoles ne sont donc pas immunes au ralentissement du cycle industriel, qui tend à s'accroître avec la montée des risques protectionnistes.

## Royaume-Uni, pays scandinaves

### Royaume-Uni : l'économie replonge en contraction, selon les indices PMI

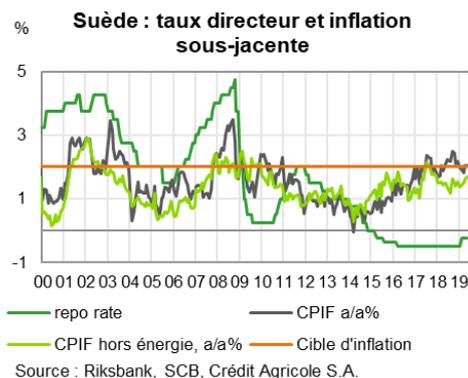
Les indices PMI du climat des affaires auprès des directeurs d'achat ont baissé au mois de juin pour signaler une contraction de l'activité pour la première fois depuis juillet 2016, le mois suivant le référendum. L'indice PMI composite a reculé de 1,2 point à 49,7, tiré à la baisse à la fois par le secteur manufacturier et par le secteur des services. Les nouvelles commandes se contractent, mais l'emploi accélère. Dans le secteur manufacturier, le PMI manufacturier recule de 1,4 point à 48, pour s'établir en territoire de contraction pour le deuxième mois consécutif. Le PMI services s'inscrit également en baisse par rapport au mois de mai, à 50,2.



**☑ Notre opinion** – La chute de l'activité dans le secteur manufacturier semble s'être intensifiée au mois de juin, résultat du contrecoup de la constitution massive de stocks qui a eu lieu au premier trimestre, en amont de la date initiale du Brexit du 29 mars. Le niveau élevé des stocks entraîne une baisse des nouvelles commandes à la fois côté demande interne et demande externe. L'output enregistre deux mois consécutifs de contraction pour la première fois depuis début 2013 et au plus fort rythme depuis octobre 2012. Une croissance mondiale plus faible et l'incertitude autour du Brexit sont les principaux facteurs grevant l'activité. Nous prévoyons un PIB stable au deuxième trimestre, mais les PMI de juin pointent vers une légère contraction du PIB de l'ordre de -0,1% selon Markit.

### Suède : la Riksbank envisage de poursuivre la normalisation de sa politique monétaire

La Banque centrale suédoise Riksbank a laissé son taux directeur, le *repo rate*, inchangé à -0,25% à l'issue de sa réunion de politique monétaire du 3 juillet. Elle a également laissé inchangée sa *forward guidance*, notant que le *repo rate* « sera de nouveau relevé vers la fin de l'année ou en début d'année prochaine ». En revanche, les prévisions de la Banque centrale montrent une vision un peu plus dégradée des perspectives économiques. Certes, la prévision de croissance du PIB a été légèrement augmentée pour 2019 à 1,8% (1,7% prévue en avril), mais révisée à la baisse à 1,6% pour 2020 (contre 1,9% précédemment). Les prévisions d'inflation ont également été révisées à la baisse : à 1,8% cette année, contre 2% précédemment et à 2,2% en 2020, contre 2,3% prévu en avril.



**☑ Notre opinion** – La Riksbank semble toujours confiante dans les perspectives économiques suédoises, notant que l'activité reste forte et que l'inflation est proche de la cible de 2%. À contrecourant de la Fed et de la BCE, elle envisage de remonter ses taux et laisse inchangées ses prévisions du *repo rate* à 0,1% en moyenne en 2020 et à 0,5% en 2021. Cela est justifié en particulier par le fait que le taux d'utilisation des capacités est supérieur à la normale et est devrait rester élevé, même si une très légère hausse du taux de chômage se profile dans les années à venir. Toutefois, la Riksbank prend note des risques liés aux développements à l'international et souligne l'importance de normaliser la politique monétaire avec prudence. Elle est donc prête à ajuster sa politique monétaire « si les conditions sur l'inflation venaient à changer ». Nous prévoyons une prochaine hausse de taux au mois de février 2020, suivie par une autre hausse au quatrième trimestre 2020, les risques étant orientés à la baisse.

## Europe centrale et orientale, Asie centrale

### Tchèque : les soupçons de détournement de fonds mobilisent les Tchèques

Le parc de Letna se retrouve être, trente ans après la révolution de velours de 1989 qui a renversé le régime communiste, le théâtre d'une nouvelle vague de révolte des Tchèques. Et pour cause, un rapport de la Commission européenne a relevé des soupçons de détournement de deux millions d'euros de subventions européennes par la plus importante entreprise agroalimentaire du pays, Agrofert, créée par l'actuel Premier ministre A. Babis. Une enquête a été ouverte par le parquet de Prague, pour investiguer sur ces faits et les éventuels conflits d'intérêt entre les fonctions politiques de Babis et sa position et ses intérêts dans l'entreprise Agrokor. Seulement, au moment de l'ouverture de ce dossier, le Premier ministre a souhaité remplacer le ministre

de la Justice par un proche du président Zeman, son allié. Cette manœuvre a très été très mal accueillie par la société civile qui y a vu une tentative d'entrave au travail de la justice. Très rapidement, des ONG se sont organisées pour rassembler la population et manifester leur mécontentement en réclamant la démission de Babis. Près de 250 000 pragois se sont réunis à la place de Letna fin juin et un nouveau rassemblement de cette taille est prévu en novembre, la veille de la date d'anniversaire de la révolution de velours de 89. Cette forte mobilisation exprime une profonde déception de la population vis-à-vis d'une classe politique corrompue qui s'est fortement éloignée des valeurs rêvées au moment de la rupture avec le système communiste.

**☑ Notre opinion** – *Malgré le mécontentement général, le Premier Ministre se défend de n'avoir rien à se reprocher et refuse de donner sa démission. Il qualifie le rapport de la Commission européenne d'attaque contre la stabilité de son pays, en précisant également que le document contient beaucoup d'inexactitudes. Par ailleurs, un vote de défiance a été organisé, suite à la demande des partis de l'opposition. Le résultat de ce vote offre un répit au Premier ministre, sans pour autant résoudre la problématique centrale liée aux soupçons de détournement de subventions européennes et de conflits d'intérêt.*

*Certes, le support à A. Babis est certainement en baisse, mais il demeure néanmoins assez large. Le dernier vote du mois de mai pour les européennes a assuré à son parti (ANO) 21% des voix, le plaçant ainsi en tête du scrutin.*

*L'issue de cette crise politique est encore incertaine. L'ampleur des manifestations de la société civile, de même que la poursuite de l'enquête ouverte, pourrait pousser le Premier ministre à démissionner et aboutir à des élections anticipées. Par ailleurs, dans tous les cas, cette crise ralentira le processus des réformes économiques et institutionnelles.*

*Malgré les bonnes performances de l'économie tchèque, les difficultés politiques arrivent à un moment où l'affaiblissement de l'économie allemande, première destination des exportations du pays, pourrait impacter les équilibres macro-économiques tchèques et fragiliser sa devise.*

### Russie : une croissance à surveiller

L'activité reste très faible, avec un taux de croissance du PIB de 0,7% sur cinq mois, ce qui ne change guère par rapport aux 0,5% enregistrés au premier trimestre. Et rappelons surtout que cette activité quasi à l'arrêt faisait suite aux très bons résultats de la fin 2018, qui avaient alors surpris à la hausse, avec un taux de croissance de 2,4% au dernier trimestre.

Cette atonie est sensible pour le secteur manufacturier, dans lequel l'activité baisse pour le deuxième mois consécutif, mais désormais aussi dans les services. Plusieurs facteurs conjoncturels expliquent ce ralentissement, à la fois intérieur et extérieur, notamment une stagnation des exportations hors pétrole et une demande domestique faible.

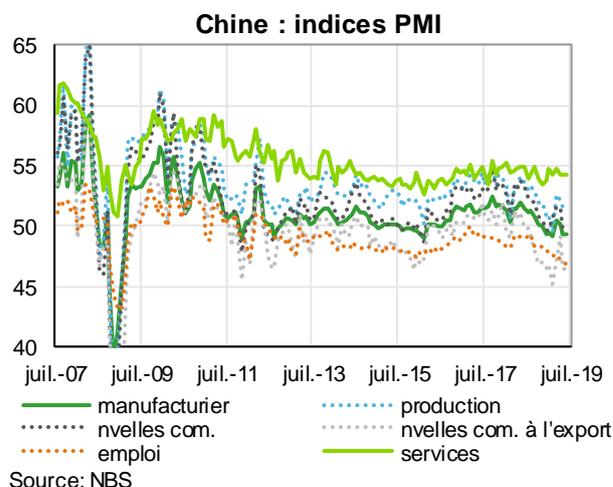
**☑ Notre opinion** – *Dans ce contexte, la politique de la Banque centrale va être importante pour soutenir l'activité, car l'impact sur la croissance des treize grands projets nationaux lancés par le gouvernement ne devrait pas être sensible avant 2020. Le cycle de baisse des taux semble donc bien engagé et l'objectif de soutien de la croissance sera sans doute prégnant jusqu'à la mi-2020, aux côtés du maintien de l'inflation au niveau de la cible officielle de 4%. Mais surtout, la stimulation de la croissance répond à un impératif politique, face à la baisse du taux de popularité de V. Poutine et à la montée de l'insatisfaction, à la fois des classes moyennes paupérisées et des retraités. La grogne sociale est notamment de plus en plus forte et visible dans les régions.*

## Asie

### Chine : pas d'amélioration du côté des PMI

L'indice PMI manufacturier publié par Pékin s'est établi à 49,4 en juin ou autrement dit, au même niveau qu'au mois précédent. En notant, cependant, que tous les sous-indices qui le composent se sont inscrits en baisse. Ainsi, celui de la production à 51,3 le mois dernier, contre 51,7 en mai, celui des nouvelles commandes à 49,6, au lieu de 49,8, celui des nouvelles commandes à l'exportation à 46,3, au lieu de 46,5 et celui de l'emploi à 46,9, contre 47. Rappelons qu'en dessous de 50, on entre dans la zone de contraction. Et notons qu'en laissant de côté les données de janvier et février, « parasitées » par l'effet du nouvel an chinois, cet indice et ces sous-indices sont à des plus bas depuis sept à huit ans, voire depuis la faillite de Lehman Brothers en septembre 2008.

L'indice PMI des services, pour sa part, s'est établi à 54,2 en juin, soit à 0,1 point de moins qu'au mois précédent. Un très léger recul.



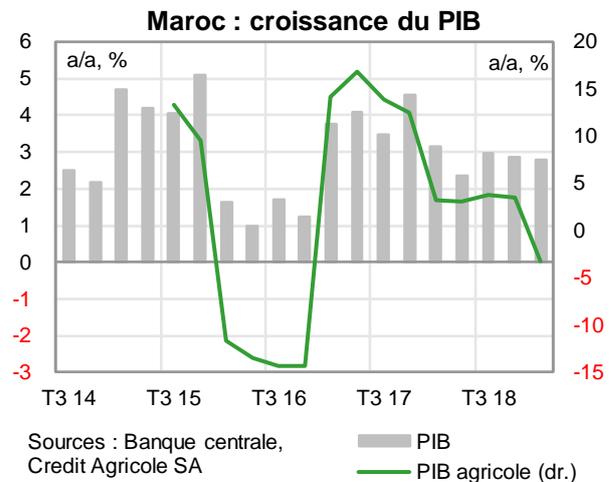
**☑ Notre opinion** – *Le redressement de la production industrielle en juin semble mal engagé ou alors de façon marginale. Et l'embellie observée du côté des ventes au détail en mai pourrait s'être dissipée le mois dernier.*

*Couplées aux chiffres d'activité économique d'avril et mai, ces données PMI de juin laissent ainsi entrevoir le ralentissement de la croissance chinoise au deuxième trimestre, à 6,3%, voire à 6,2%, lorsque la dynamique du PIB s'était stabilisée à 6,4% au cours des trois premiers mois de 2019.*

## Afrique du Nord, Moyen-Orient

### Maroc : croissance du PIB un peu poussive en début d'année

Les statistiques officielles confirment les premières estimations : la croissance du PIB s'est établie à 2,8% au premier trimestre, dans la lignée de l'année 2018. Si le PIB non agricole progresse de 3,8% par rapport au premier trimestre de 2018, les activités agricoles se contractent de 3,2%, en raison de précipitations médiocres en début d'année. Toutefois, la consommation privée reste solide et ceci devrait se confirmer au cours des prochains trimestres. Les activités non agricoles restent assez soutenues en début d'année, notamment le secteur des phosphates qui bénéficie d'une forte demande mondiale et qui tire les activités minières, puisqu'il y contribue à hauteur de 90%. Les autres activités minières bénéficient également d'une bonne tenue du cours des matières premières, notamment le cours de l'or qui joue actuellement le rôle de valeur refuge dans un monde plus incertain.



**Notre opinion** – La croissance du PIB de l'année 2019 devrait s'établir à 2,8%, grâce aux activités touristiques qui devraient rester bien orientées et au soutien de la consommation privée qui pourrait croître de 3%. Les investissements en infrastructures (autoroutes) et dans le secteur de l'énergie (hydroélectricité) vont aussi soutenir l'activité. Les perspectives sont toutefois un peu contraintes par la décélération de la croissance des principaux partenaires du Maroc en zone euro. Celle-ci est globalement moins favorable en 2019 et 2020, avec des croissances de PIB revues à la baisse en France, en Espagne et en Italie.

### Émirats Arabes Unis : des perspectives de croissance sous contraintes

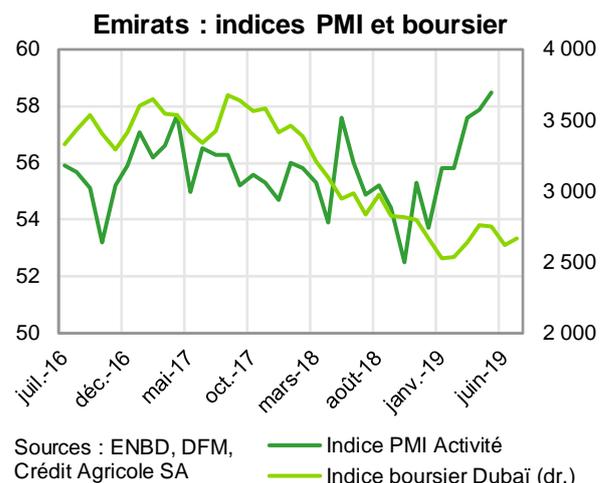
L'économie, relativement diversifiée, a repris moins de vigueur qu'anticipé en 2018, malgré la remontée du prix du pétrole à 72 dollars le baril et la croissance du PIB ne se redresse qu'à 1,4%, après la mauvaise performance de 0,8% en 2017.

La croissance va encore rester sous contrainte en début d'année. En 2019 et 2020, une remontée modeste à 2,2% est anticipée.

En revanche, les améliorations de l'indice PMI en début d'année illustrent une meilleure confiance des milieux d'affaires.

Le PIB est resté tiré cette année par le secteur pétrolier, les investissements en infrastructure grâce à la construction des infrastructures de l'exposition universelle de Dubaï en 2020, par le commerce et aussi à la bonne tenue de la consommation des

ménages. Le secteur immobilier, moins attractif, se contracte toujours début 2019, comme en 2016.



**Notre opinion** – Le renouvellement de l'accord de l'OPEP sur le plafonnement des productions de pétrole pour maintenir les prix élevés va toutefois contraindre la croissance du PIB cette année. Celle-ci ne devrait s'établir qu'à 2,2% en 2019.

## Afrique sub-saharienne

### Afrique de l'Ouest : l'« eco » sera-t-il la future monnaie commune de la CEDEAO ?

Mi-juin, le président de la Communauté économique des États de l'Afrique de l'Ouest (CEDEAO)<sup>1</sup>, Jean-Claude Brou, a annoncé son intention d'accélérer les travaux sur l'intégration monétaire afin d'atteindre l'objectif d'une monnaie commune aux quinze pays de l'organisation en 2020. Les chefs d'État des pays de la CEDEAO se sont réunis le 29 juin, afin de valider le lancement de cette monnaie unique en choisissant un nom, en définissant la feuille de route et en déterminant les critères de convergence.

La nouvelle monnaie se nommerait « eco » et aurait un régime de change flexible par rapport à un panier de devises internationales (qui n'est pas précisé). Par ailleurs, des critères de convergence ont été fixés proches de ceux de l'Union européenne, appelant à une maîtrise de l'inflation (seuil de 3%), du déficit budgétaire (seuil de 3% du PIB), des dettes publiques (seuil de 70% du PIB). Les informations sur la convertibilité de la future monnaie n'ont pas été transmises. Il est étonnant qu'aucun critère sur le solde courant ou la dette externe ne soit préconisé, dans la mesure où c'est un solde courant à l'équilibre qui détermine, en économie, la stabilité du change. L'absence de critère de convergence issu de la balance des paiements est un handicap lourd à la pérennité et à la stabilité d'une zone monétaire commune.

Pour huit des quinze pays concernés par cette monnaie commune, l'eco remplacerait le franc CFA. La zone Franc est composée de quatorze pays, dont huit en UEMOA et six en zone CEMAC. Ainsi, le changement de devise concernerait la zone UEMOA dans sa totalité. Le FMI et le Trésor français ne se sont pas encore exprimés sur la mise en place de la monnaie commune, mais le changement de devise ferait certainement perdre la garantie de libre convertibilité en euro des francs CFA des pays de l'UEMOA.

La CEDEAO envisage d'adopter une monnaie commune depuis plus de vingt ans, dans le but de renforcer l'intégration et la performance économiques. Selon la CEDEAO, une union monétaire pourraient être bénéfique,

en théorie. En supprimant de multiples devises et les fluctuations des taux de change, cela réduirait les coûts de transaction et faciliterait les paiements. Cela stimulerait également le commerce intra-régional, qui reste très faible (moins de 20%). Une Banque centrale régionale serait, selon ses créateurs, aussi potentiellement plus indépendante de l'ingérence politique que certaines Banques centrales nationales au sein du bloc. Si la CEDEAO, qui a un retard de développement par rapport à d'autres groupes économiques de l'Est et du Sud de l'Afrique, est en mesure de créer sa propre monnaie, son influence sur le continent augmenterait fortement, grâce à la présence du géant nigérian.

La complexité de la mise en œuvre et la diversité des devises (cf. tableau *infra*) et des économies présentes dans la zone font peser des doutes sur la faisabilité du projet à court terme. Par ailleurs, le Nigéria représente plus des deux tiers du PIB de la zone et un risque de domination du pays dans l'Union monétaire est présent.

	Pays	Devise	Régime de change	Convertibilité
1	Bénin	FCFA (UEMOA)	Fixe euro	Euro seulement
2	Burkina Faso	FCFA (UEMOA)	Fixe euro	Euro seulement
3	Cap-Vert	Escudo	Fixe euro	Non convertible
4	Côte d'Ivoire	FCFA (UEMOA)	Fixe euro	Euro seulement
5	Gambie	Dalasi	Change flexible	Non convertible
6	Ghana	Cédi	Change flottant	Non convertible
7	Guinée	Franc guinéen	Change flexible	Non convertible
8	Guinée-Bissau	FCFA (UEMOA)	Fixe euro	Euro seulement
9	Libéria	Dollar libérien	Change flottant	Non convertible
10	Mali	FCFA (UEMOA)	Fixe euro	Euro seulement
11	Niger	FCFA (UEMOA)	Fixe euro	Euro seulement
12	Nigéria	Naira	Change flottant	Non convertible
13	Sénégal	FCFA (UEMOA)	Fixe euro	Euro seulement
14	Sierra Leone	Léone	Change flottant	Non convertible
15	Togo	FCFA (UEMOA)	Fixe euro	Euro seulement

**✓ Notre opinion** – *En dépit du fait que ce soit les chefs d'États de tous les pays de la zone qui aient fait cette annonce, le processus n'en est encore qu'à un stade très préliminaire. Cette création d'une monnaie commune semble plus tirée par une volonté politique que par une vérité économique. Les bénéfices économiques n'ayant pas été clairement annoncés. Par ailleurs, les réalisations de la CEDEAO ne semblent pas suffisantes à ce jour pour imaginer qu'une monnaie commune soit créée dans un délai aussi court. Les infrastructures de transport, de communication et les moyens financiers nécessaires pour stimuler les échanges intra-zone sont à ce stade insuffisants et, dans certains pays, ils ne se sont pas nettement améliorés depuis la création de la CEDEAO, principalement en raison de contraintes financières, d'une gestion défailante et de blocages administratifs*

*Ainsi, l'échéance de 2020 semble trop courte pour un projet de telle ampleur et si la volonté politique et les moyens techniques sont confirmés dans les mois qui viennent, il est probable que la mise en route se fasse au fur et à mesure. En effet, les pays doivent converger avant de pouvoir mettre en place la monnaie commune. Mais à ce jour, seuls trois États sur quinze respectent les critères de convergence retenus et les plus proches sont ceux de l'UEMOA.*

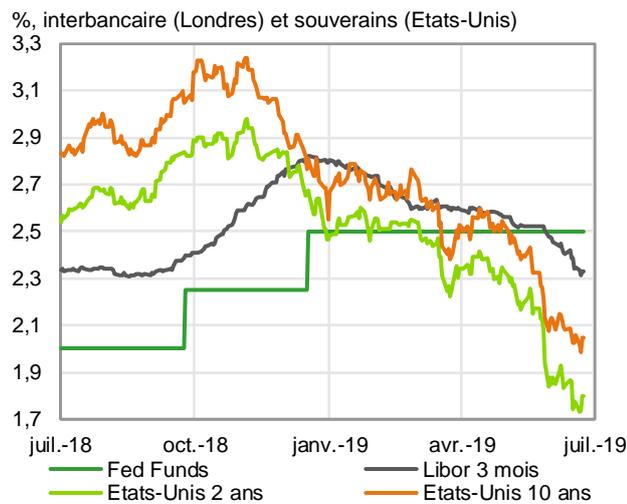
*Enfin, finalement les pays de l'UEMOA ne se sont pas exprimés de façon très claire sur les avantages de cette monnaie commune et on se demande s'ils ont bien pesé le pour et le contre des avantages et inconvénients de cette nouvelle zone sur le Franc CFA.*

<sup>1</sup> Pour rappel, la (CEDEAO) est une organisation inter-gouvernementale ouest-africaine créée en mai 1975. C'est la principale structure destinée à coordonner les actions des pays

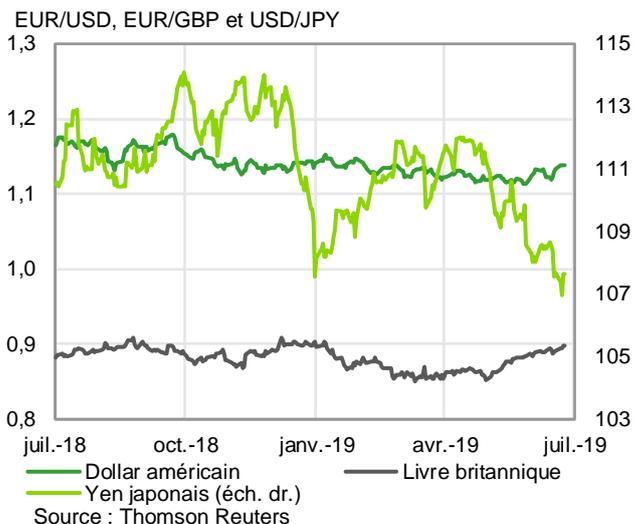
de l'Afrique de l'Ouest. Son but est de promouvoir la coopération et l'intégration, avec pour objectif de créer une union économique et monétaire ouest-africaine.

## Tendances à suivre

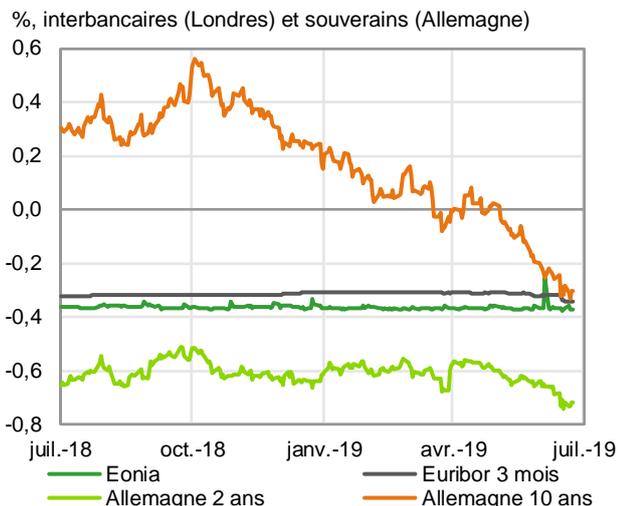
### Taux d'intérêt en dollar américain



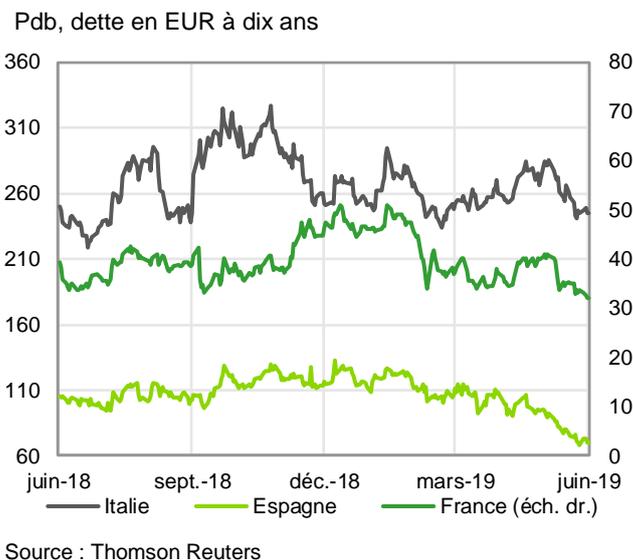
### Taux de change des principales devises



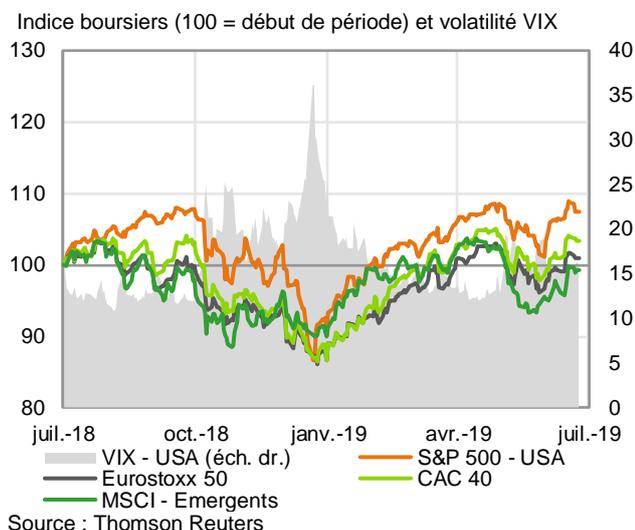
### Taux d'intérêt en euro



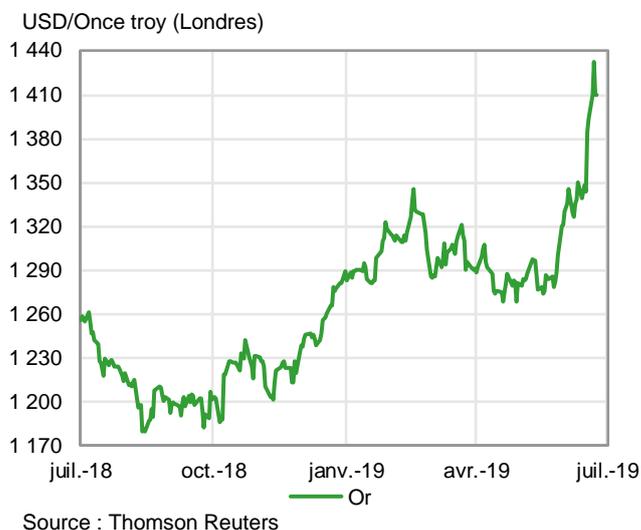
### Spreads souverains européens avec le Bund



### Marché actions

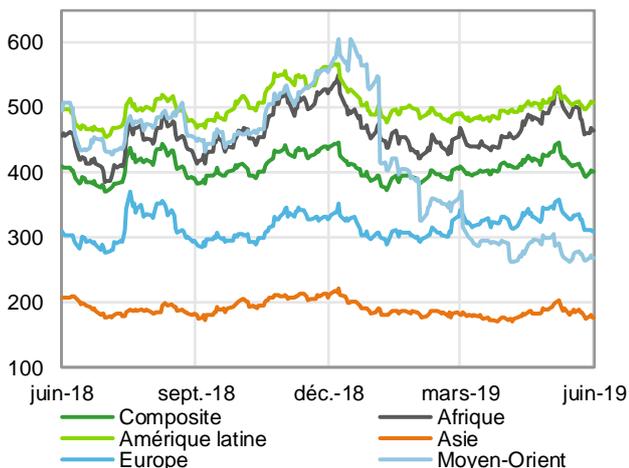


### Cours de l'once d'or



### Spreads souverains émergents avec le T-Bond

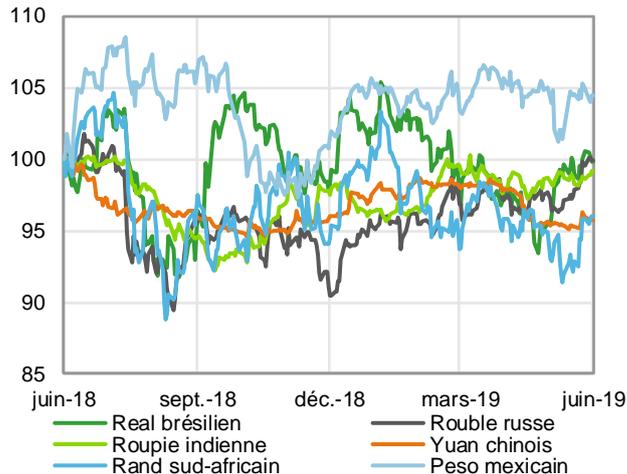
Indices EMBI+ (pdb, dette en USD de plus d'un an)



Source : JP Morgan

### Devises émergentes

/USD (indice 100 = début de période)



Source : Thomson Reuters

### Coût du transport maritime de vrac sec

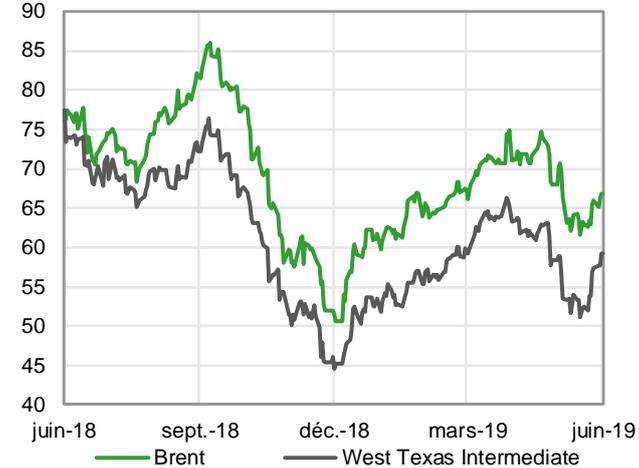
Baltic Dry Index (USD/point)



Source : Baltic Exchange

### Cours du baril de pétrole brut en USD

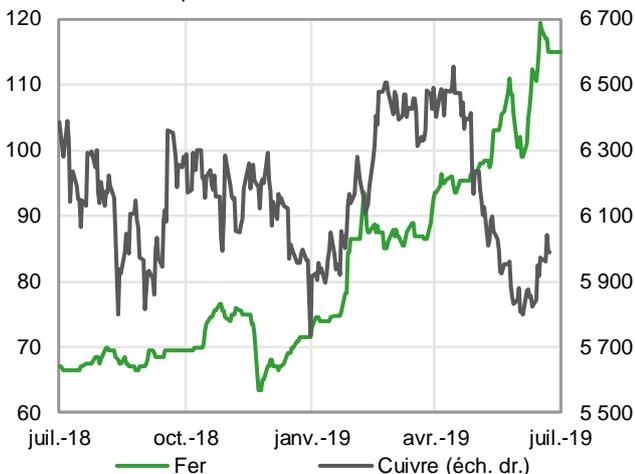
Brent (mer du Nord) et WTI (golfe du Mexique)



Source : Thomson Reuters

### Cours des métaux

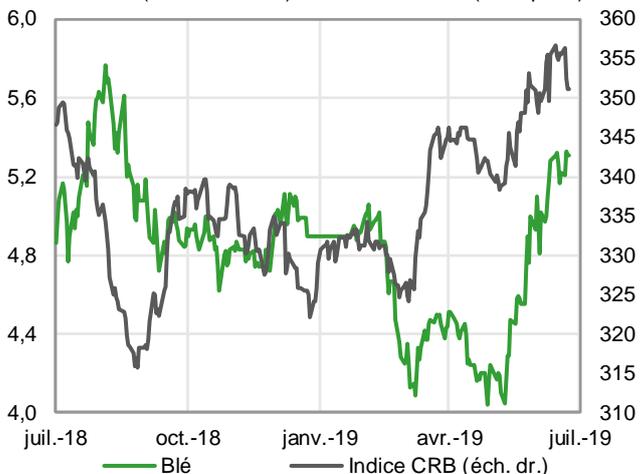
USD/tonne métrique



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 – 3 juillet 2019

Inventer une nouvelle sagesse pour une nouvelle époque

Prévisions économiques & financières

Date	Titre	Thème
21/06/2019	<u>Monde - L'actualité de la semaine</u>	Monde
20/06/2019	<u>Italie – Conjoncture : Bilan macroéconomique et bancaire</u>	Italie, Macro, Banques
20/06/2019	<u>PRISME – L'analyse de la conjoncture et de l'actualité agricole et agroalimentaire du Crédit Agricole</u>	Agri-Agro
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

### 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 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 :** <https://etudes-economiques.credit-agricole.com/>

**Application Etudes ECO** disponible sur l'[App store](#) & sur [Google Play](#)

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