Perspectives

Hebdomadaire – N°19/192 – 8 novembre 2019

MONDE – L'actualité de la semaine

☞ Les marchés portés par l'espoir d'un accord sino-américain

L'espoir d'un accord entre la Chine et les États-Unis dans la guerre commerciale a continué de soutenir le sentiment de marchés. La lente progression des taux d'intérêt s'est poursuivie : on note le passage du taux OAT à 10 ans en territoire positif à 0,058% ce jeudi, soit une hausse de près de 50 points de base par rapport au plus bas atteint en août à -0,438%. Le secrétaire du commerce aux États-Unis Wilbur Ross a évoqué qu'un premier accord commercial pouvait être signé ce mois-ci avec la Chine et que des licences pouvaient être accordées aux entreprises américaines afin de notamment vendre des composants au fabricant Huawei. Des rapports de presse suggèrent aussi qu'une baisse des droits de douane serait également en vue dans le cadre de cet accord. Même si rien n'est encore signé entre les États-Unis et la Chine, alors que les négociations se poursuivent depuis des semaines, les marchés actions ont retrouvé de la vigueur. Le CAC 40 par exemple enregistre une hausse de 2% sur la semaine, contre 0,6% pour le S&P 500. Le retour à la réalité semble toutefois revenir sur les marchés ce vendredi après de mauvaises données chinoises du commerce extérieur avec une baisse des exportations et des importations au mois d'octobre, quoique moins prononcée que prévu.

Après plusieurs semaines de sous-performance, le billet vert a fini par profiter du rebond des taux et des actions US. Il a gagné du terrain face à la plupart des devises clé (1% face à l'euro et au yen sur la semaine). Après le rapport du marché du travail meilleur que prévu pour le mois d'octobre publié le 1er novembre avec 128 000 créations d'emplois, la publication d'un indice ISM services meilleur que prévu au mois d'octobre (54,7 après 52,6 en septembre) a probablement renforcé les anticipations de marché pour une pause temporaire dans l'assouplissement monétaire de la part de la *Fed*. Néanmoins, les perspectives de hausse du billet vert semblent limitées, selon nous. Si la *Fed* a signalé une pause dans son processus de baisse de taux, son biais reste accommodant, ayant de la marge pour baisser encore les taux en fonction de l'évolution des données. Par ailleurs, nous continuons d'anticiper deux baisses de taux des *Fed funds* de 25 points de base chacune au cours de la première moitié de 2020.

La livre sterling continue d'être pénalisée par l'incertitude liée au *Brexit* et la faiblesse des indicateurs économiques. Cette semaine, une rhétorique plus *dovish* que prévu de la part de la Banque centrale d'Angleterre et un Comité de politique monétaire, qui est divisé quant à la direction à suivre, ont davantage pesé sur la devise britannique. Mais à présent, ce sont avant tout les sondages des intentions de vote pour les élections du 12 décembre prochain qui guident ses mouvements, des élections qui sont particulièrement difficiles à prévoir du fait de la polarisation de l'électorat britannique entre *Leavers* et *Remainers* ce qui brouille le clivage traditionnel gauche/droite. Si les sondages donnent une légère marge d'avance au Parti conservateur, les prévisionnistes sont unanimes : la probabilité d'un nouveau parlement sans majorité, et donc d'un blocage de l'accord de sortie de Boris Johnson, est non-négligeable. Trois scénarios se dessinent : un gouvernement majoritaire des conservateurs, un gouvernement minoritaire des conservateurs ou un gouvernement des travaillistes, éventuellement soutenu par le Parti nationaliste écossais. Toutes les options restent donc sur la table : une sortie ordonnée avec accord, un *no-deal* et un second référendum.

- ☞ *Les marchés portés par l'espoir d'un accord sino-américain 1*
- ☞ *Zone euro : le nadir atteint ?**Erreur ! Signet non défini.***
- ☞ *Zone euro : les prix de production continuent d'exercer une pression baissière sur l'inflation 2*
- ☞ *France : la production industrielle se contracte au T33*
- ☞ *France : le dynamisme du marché de l'emploi se confirme au troisième trimestre 3*
- ☞ *Allemagne : une amélioration de la production industrielle davantage anticipée pour le T4 ..... 4*
- ☞ *Banque d'Angleterre : deux membres du Comité de politique monétaire (MPC) votent pour une baisse immédiate des taux 5*
- ☞ *Russie : sortir du dollar… 6*
- ☞ *Serbie : une croissance plus molle que prévue 6*
- ☞ *Inde : rejet définitif du RCEP 7*
- ☞ *Indonésie : une croissance légèrement ralentie 7*
- ☞ *Algérie : décélération de la croissance et baisse des exportations 8*
- ☞ *Egypte : baisse des investissements étrangers en 20198*
- ☞ *Liban : pas d'apaisement politique ni économique en vue 8*
- ☞ *Afrique du Sud : zone de turbulence 9*

Zone euro

☞ Zone euro : le nadir atteint ?

La nette dégradation de la confiance des entreprises en septembre s'est finalement traduite par un nouveau mois de faiblesse de l'activité dans l'industrie. Les données de la production industrielle publiées dans trois des grands pays de la zone euro révèlent une image encore contrastée de l'activité en septembre. Elle a progressé en France (0,3% sur le mois), mais elle s'est de nouveau repliée en Allemagne (-1,3%) et en Espagne (-0,8%) effaçant ainsi les hausses du mois d'août. Sur l'année, la production industrielle est encore en recul en France et plus fortement en Allemagne. L'agrégation de ces chiffres laisse entrevoir un repli de la production industrielle dans la zone euro dans son ensemble en septembre, qui laisserait un acquis de croissance négatif de 0,3% au T4 (après -1,1 au T3).

Les informations disponibles sur le T4 *via* les enquêtes du mois d'octobre indiquent une légère amélioration. L'indicateur composite de l'enquête PMI auprès des directeurs d'achats remonte et correspond à une expansion de l'activité de 0,8%, ce qui constitue un nouvel affaiblissement de la croissance par rapport au T3, lorsque le PIB a crû de 1,1% sur un an. Cette amélioration de l'indice se fonde sur une moindre dégradation des commandes, mais s'accompagne aussi d'une plus faible expansion de l'emploi.

Dans l'industrie, l'activité est signalée toujours en repli, mais à un rythme moindre. La dégradation des commandes domestiques et étrangères ralentit aussi et le niveau des stocks est considéré comme un peu moins élevé que par le passé.

Dans les services, le rythme d'expansion de l'activité reste positif et stable grâce à des commandes en hausse, mais avec une moindre expansion prévue de l'activité future.

La stabilisation de l'expansion dans les services est rassurante après le fort ralentissement signalé en septembre, qui a alimenté les craintes d'une diffusion de la faiblesse de l'industrie aux services marchands. Elle reste néanmoins à confirmer avant de pouvoir éloigner ce qui reste le principal facteur de risque.

Parmi les grands pays de la zone euro, l'activité poursuit son expansion à un rythme plus soutenu en France et en Italie, elle ralentit en Espagne et se contracte encore, bien qu'à un rythme moindre, en Allemagne.

Le repli de l'activité industrielle se poursuit sur un rythme accéléré en Italie et en Espagne, mais ralentit en Allemagne. En France, en revanche le secteur est encore en expansion.

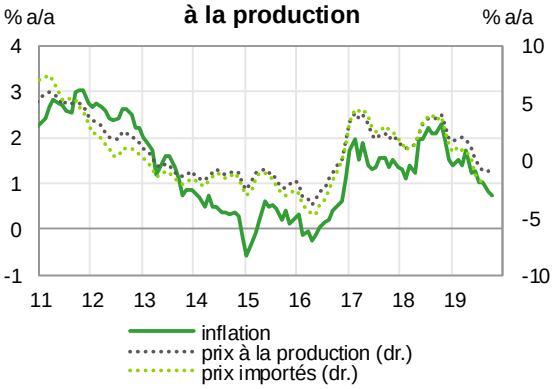
L'activité dans les services progresse partout, en accélération en Italie, mais en ralentissement en Allemagne et surtout en Espagne.

☑ **Notre opinion –** *La récession manufacturière présente les premiers signes d'une contagion aux autres secteurs partout dans le monde. Ralentissement des créations d'emploi et par ricochet de la consommation. Dans la zone euro, au cours de l'été, la faiblesse de l'industrie s'est diffusée aux services. Compte tenu de la forte intensité en main-d'œuvre du secteur des services, cette diffusion est observée avec crainte. L'arrêt de la dégradation des enquêtes dans le secteur des services en octobre est encore trop récent pour conjurer un tel enchaînement dangereux pour l'emploi et la bonne tenue de la demande intérieure. La moindre dégradation dans l'industrie est aussi trop faible et trop précoce pour situer à l'été le creux de la production et annoncer une stabilisation. Les derniers signaux provenant des principales économies avancées vont dans ce sens et annoncent aussi une moindre accumulation des stocks par l'industrie. Les dernières évolutions géopolitiques annoncent aussi une accalmie temporaire des tensions. Si cette stabilisation venait à se confirmer, il est encore difficile de dire si elle serait suffisante à enrayer la dégradation des profits et de l'emploi et à redynamiser la croissance mondiale sur un rythme supérieur au potentiel.*

☞ Zone euro : les prix de production continuent d'exercer une pression baissière sur l'inflation

Les prix de la production industrielle en zone euro ont chuté de 1,2% en variation annuelle au mois de septembre après -0,8% en août. Il s'agit du troisième mois consécutif de baisse. La poursuite de ce repli se concentre sur l'énergie (-6,1% sur un an) et les biens intermédiaires (-0,7%) tandis que les prix à la production des biens d'investissement et de consommation continuent d'augmenter à un rythme supérieur à 1,5% en rythme annuel. La ventilation par pays révèle un recul plus prononcé des prix à la production en Espagne (-3,3% sur un an), en France (--1%) et en Italie (-2,4%) tandis qu'ils enregistrent seulement une moindre progression en Allemagne (+0,1%). Les dernières données sur les prix importés en zone euro signalent elles aussi un déclin plus accentué.

UEM : Inflation, prix importés et prix à la production



Sources : Eurostat, Crédit Agricole S.A.

L'effet conjugué d'une baisse prolongée des prix importés et des prix à la production dans l'industrie explique en grande partie le tassement graduel de l'inflation en zone euro. Celle-ci ne progresse plus que de 0,7% sur un an au mois d'octobre, contre 0,7% en septembre et 1,4% en janvier dernier, signe d'une faiblesse prolongée de l'activité dans la zone.

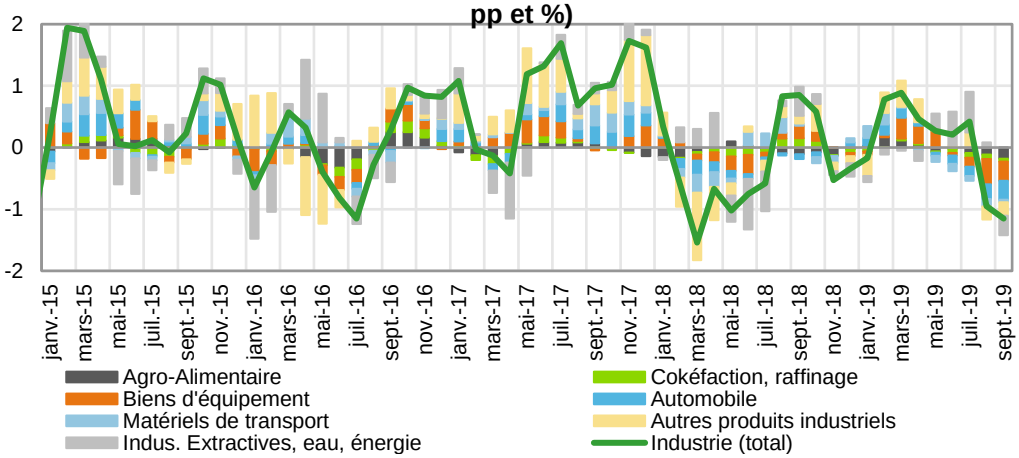
☑ **Notre opinion –** *Le recul persistant des prix importés et des prix à la production continuera de peser fortement sur les perspectives d'inflation de la zone d'ici la fin d'année. La faiblesse de l'activité et le ralentissement de l'emploi vont aussi progressivement affaiblir la poussée que la croissance des salaires peut imprimer sur l'inflation à court terme dans la zone.*

☞ France : la production industrielle se contracte au 3e trimestre

Malgré un rebond au mois de septembre (+0,6% après -0,8% au mois d'août), la production manufacturière est en baisse de 1% au troisième trimestre après s'être contractée de 0,4% au deuxième trimestre. On peut donc parler de récession dans l'industrie manufacturière en France. Dans l'ensemble de l'industrie, la contraction atteint 1,2% au T3 après une progression de 0,2% au T2.

L'acquis de croissance pour le T4 (croissance au T4 si la production mensuelle reste stable dans les prochains mois) est légèrement négatif dans l'ensemble de l'industrie (-0,1%) mais positif dans l'industrie manufacturière (+0,1%). Un rebond nous paraît d'autant plus probable au T4 que d'importantes livraisons sont attendues. En outre, la récession manufacturière chez nos voisins et principaux partenaires commerciaux semble avoir atteint un point bas et l'activité pourrait reprendre graduellement dans les prochains mois.

Croissance dans l'industrie et contribution par branche (3m/3m, pp et %)



Source : INSEE, Crédit Agricole SA.

☑ **Notre opinion –** *La contraction de l'activité dans l'industrie pourrait avoir atteint un point bas en France. Au T4, les livraisons de grands contrats soutiendront l'activité et les exportations. En outre, selon l'enquête sur le climat des affaires de la Banque de France, les chefs d'entreprises attendent une reprise de la production au mois d'octobre. Les composantes des indices PMI d'IHS Markit liées aux commandes globales et à l'exportation ont également progressé en octobre. Selon nous, une reprise progressive de l'activité dans l'industrie, en particulier dans le secteur manufacturier, semble plus probable qu'un nouveau ralentissement dans les mois à venir. Pour rappel, selon les premières estimations de l'Insee, le PIB a progressé de 0,3% au troisième trimestre malgré la contraction dans l'industrie grâce au dynamisme de la demande intérieure. En effet, la consommation des ménages et l'investissement des entreprises ont été les principaux moteurs de la croissance au cours des derniers trimestres et devraient le rester au T4 et en 2020.*

☞ France : le dynamisme du marché de l'emploi se confirme au troisième trimestre

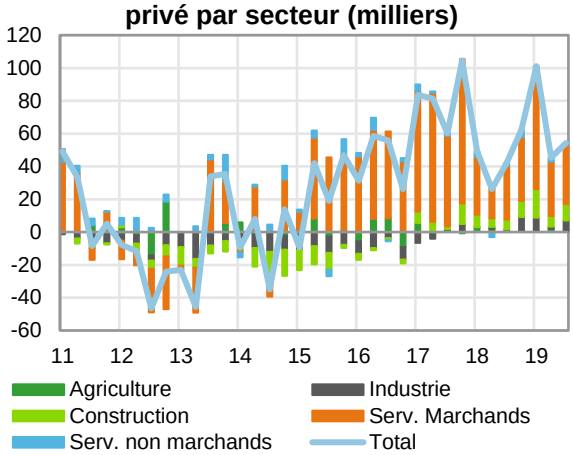
Le rythme des créations d'emploi est resté soutenu au T3 avec 54 300 créations nettes d'emploi après 45 500 au T2 dans le secteur privé. Sur un an, l'emploi salarié hors intérim progresse même de 1,5%, ce qui représente un total de 273 000 créations nettes d'emploi.

Malgré le ralentissement de l'activité industrielle sur les derniers trimestres, le secteur continue d'avoir un solde d'emploi positif avec plus de 23 000 créations d'emploi sur un an. La plupart des créations d'emploi continuent cependant de venir des services marchands. Avec plus de 180 000 créations nettes, l'emploi privé a progressé de 1,5% sur un an dans ce secteur.

En outre, l'emploi intérimaire diminue à nouveau au T3. Si les chiffres présentés ne correspondent qu'à une première estimation et sont susceptibles d'être révisés, ceci peut indiquer une progression des emplois plus stables au détriment des emplois plus précaires.

Au total, le secteur privé emploie 19,6 millions de salariés, un chiffre en hausse continue depuis 2015.

Créations nettes d'emploi salarié privé par secteur (milliers)



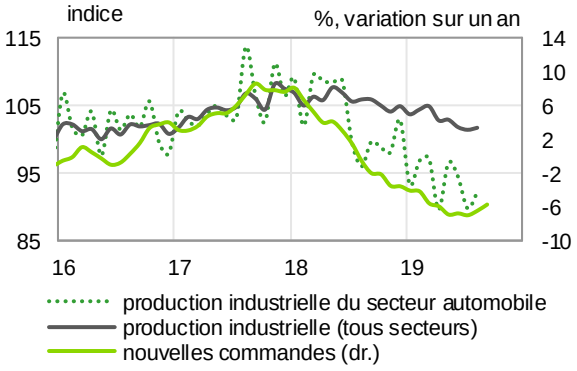
Source : INSEE, Crédit Agricole S.A.

☑ **Notre opinion –** *Les créations d'emploi sont restées dynamiques au T3 dans le secteur privé et ont même progressé à un rythme supérieur à celui du second trimestre. Nous attendons au total plus de 260 000 créations nettes d'emploi en 2019 (tous secteurs confondus), cette tendance devrait donc se poursuivre au T4. Selon nos estimations, le taux de chômage atteindrait 8,0% en fin d'année en France métropolitaine, son plus faible niveau depuis 2008.*

☞ Allemagne : une amélioration de la production industrielle davantage anticipée pour le T4

Les commandes industrielles allemandes ont augmenté de 1,3% au mois de septembre sur un mois après -0,4% en août. Ce rebond résulte d'une hausse des commandes domestiques (+1,6% sur le mois) et étrangères (+1,1% sur le mois), notamment hors zone euro qui progressent de 3% sur le mois. Par typologie de biens, ce sont essentiellement les commandes en biens d'équipement qui se redressent (+3,1%) et, dans une moindre mesure, celles en biens de consommation (+0,8%) tandis que les commandes en biens intermédiaires reculent (-1,5%). Sur l'ensemble du troisième trimestre, les commandes industrielles ont enregistré un repli de 1,4% et ont chuté de 5,3% en glissement annuel. Toutefois, les commandes dans le secteur automobile redeviennent positives en septembre (+0,9% sur un an) laissant entrevoir une amélioration du secteur industriel dans son ensemble. La production industrielle a néanmoins reculé de 1,3% au mois de septembre après un bref rebond de 0,8% au mois d'août. Ce repli a été observé sur l'ensemble des catégories de biens (biens d'équipement, biens intermédiaires, biens de consommation). En rythme annuel, la production industrielle a chuté de 5,1% au mois de septembre après -4% le mois précédent.

Allemagne : production et commandes industrielles



Sources : FOS, DB, Crédit Agricole S.A.

☑ **Notre opinion –** *La production industrielle allemande a continué de chuter au mois de septembre mais les commandes, notamment automobiles, se sont redressées suggérant une amélioration de la production industrielle au dernier trimestre de l'année. Les exportations du mois de septembre sont elles aussi en hausse et soulignent une légère reprise de la demande extérieure adressée à l'Allemagne. Les premiers signes d'une reprise de l'activité apparaissent mais celle-ci ne se matérialisera qu'à partir du T4.*

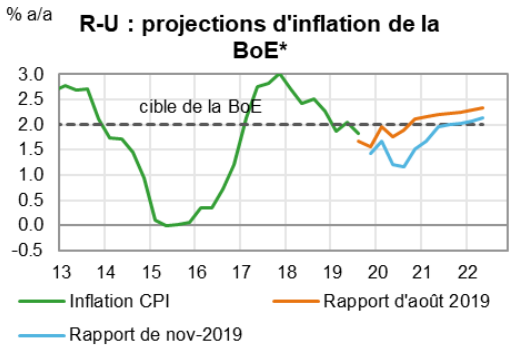
Royaume-Uni

☞ Banque d'Angleterre : deux membres du Comité de politique monétaire (MPC) votent pour une baisse immédiate des taux

La BoE a publié son rapport trimestriel sur l'inflation cette semaine ainsi que les minutes de sa réunion de politique monétaire de novembre. Si la politique monétaire a été laissée inchangée (taux directeur à 0,75% et programme d'achats d'actifs à 445 milliards de livres sterling), les minutes ont révélé les votes, non-anticipés, par deux membres du Comité de politique monétaire (MPC) pour une baisse immédiate de 25 points de base du taux directeur. Il s'agit de Michael Saunders et de Jonathan Haskel. Le premier avait indiqué lors d'un discours en septembre qu'un assouplissement de la politique monétaire pourrait être nécessaire dans le contexte d'incertitude persistante, mais un vote en faveur de l'assouplissement ne semblait pas aussi imminent. La faiblesse des perspectives mondiales et les signes d'apparition de capacités non-utilisées dans l'économie britannique, facteur de faiblesse des pressions inflationnistes sous-jacentes, ont pesé en faveur de leur décision. En revanche, pour la majorité du MPC, si l'économie évoluait comme prévu dans les prochains mois, un resserrement graduel et limité de la politique monétaire était toujours approprié sur la période de prévision afin de favoriser un retour de l'inflation à la cible de 2% à moyen terme. Mais la politique monétaire pouvait aussi être assouplie, si les risques baissiers sur la croissance se matérialisaient, à savoir si la croissance mondiale ne se stabilisait pas et si l'incertitude liée au Brexit persistait.

Les nouvelles prévisions de croissance et d'inflation de la BoE reposent sur l'hypothèse d'un Brexit ordonné et d'une transition vers un accord de libre-échange avec l'UE. Ceci marque un changement car précédemment elles étaient basées sur l'hypothèse d'une moyenne de résultats possibles pour la relation future avec l'UE. La probabilité d'une sortie sans accord a diminué après la signature du nouvel accord de sortie entre le gouvernement britannique et l'UE. La BoE anticipe qu'une réduction de l'incertitude liée au Brexit devrait permettre un rebond de la croissance en 2020, soutenue de surcroît par une politique budgétaire expansionniste et une modeste reprise de la croissance mondiale.

Malgré cette plus grande confiance dans un Brexit ordonné et l'anticipation d'un soutien de 0,4% du PIB à la croissance de la part de la politique budgétaire, la BoE a revu significativement à la baisse ses prévisions de croissance : le niveau du PIB à la fin de la période de prévision (T4-2020) se situe 1% sous le niveau qui était prévu en août. Trois quarts de cette différence s'explique par les mouvements des prix des actifs, notamment la hausse des taux d'intérêt et l'appréciation de la livre (en lien avec la baisse de la probabilité de *no-deal*) et par l'environnement global plus faible depuis le mois d'août. La croissance du PIB est prévue à 1,5% fin 2020 et à 1,9% fin 2021, avec l'anticipation d'une reprise marquée de l'investissement des entreprises. A court terme, la BoE anticipe une hausse du PIB de 0,4% au troisième trimestre 2019 et 0,2% au quatrième trimestre. L'inflation CPI (1,7% en septembre) devrait ralentir significativement (1,25% au printemps) en raison de facteurs temporaires auxquels la BoE n'a pas vocation d'agir, à savoir une baisse des prix réglementés d'énergie et d'eau en avril. Un retour de l'inflation CPI à la cible de 2% est anticipé vers mi-2021.



* Basées sur les anticipations de taux directeur par les marchés et les mesures de politique monétaire annoncées
Source : BoE, Credit Agricole S.A.

☑ **Notre opinion –** *Malgré le soin pris par la BoE de justifier une bonne partie de la baisse de ses prévisions de croissance et d'inflation par les mouvements récents des marchés et par des facteurs temporaires, la tonalité de sa communication est clairement* dovish*. La BoE souligne notamment le ralentissement significatif de la croissance en 2019 par rapport à 2017 et 2018, avec la baisse notable de l'investissement, la contribution négative des exportations nettes et la croissance modeste de la consommation des ménages (moitié celle des revenus réels). A cela s'ajoute la baisse du taux d'utilisation des capacités au sein des entreprises et les signes de moindres tensions sur le marché du travail (diminution de la croissance de l'emploi, chute continue des postes à pourvoir), ce qui devrait provoquer une stabilisation voire une décélération de la croissance des salaires depuis des rythmes élevés. La BoE prévoit même un très léger rebond du taux de chômage à 4% en 2020 (depuis 3,9% actuellement). La dichotomie dans son appréciation des perspectives économiques entre une faiblesse marquée à court terme et un optimisme modéré et sous conditions pour les perspectives à moyen terme rend probable une baisse des taux par la BoE dans les prochains mois. La croissance globale pourrait continuer de décevoir et l'incertitude liée au Brexit, notamment sur la relation future, devrait rester présente pour quelques années encore.*

Europe centrale et orientale, Asie centrale

☞ Russie : sortir du dollar…

Le président de Rosneft, I. Setchine, par ailleurs un proche de V. Poutine, vient d'annoncer officiellement que son groupe n'utilisera plus de dollars pour libeller ses contrats d'exportations, mais des euros. Dans la foulée, les responsables de Novatek ont déclaré que c'était également le cas pour leur entreprise.
Officiellement, I. Setchine a expliqué que c'était une décision à portée économique pour mieux protéger Rosneft des sanctions américaines, l'espace européen étant moins menaçant de ce point de vue. Ce qui est d'ailleurs vrai. Mais à l'évidence, cette décision s'inscrit aussi dans une politique de dédollarisation plus globale du Kremlin, menée depuis déjà un an.

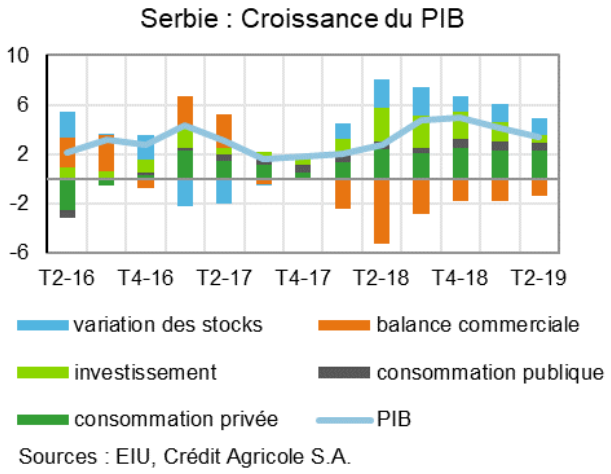
Cette dernière s'est matérialisée surtout dans la composition des réserves russes, où l'euro est désormais légèrement devant le dollar. Or cette proportion n'est pas fréquente dans le monde, où le dollar compte toujours à hauteur de 62% des réserves de change globales.
De même, le billet vert a bien résisté au ralentissement du commerce global, puisqu'il est encore la devise utilisée dans 44% des échanges commerciaux, selon la Banque des règlements internationaux. Enfin, il faut aussi rappeler qu'une vingtaine de pays utilisent le dollar comme monnaie officielle (ou seconde monnaie acceptée par les autorités monétaires) et une vingtaine d'autres ont un système de change ancré à la devise américaine

☑ **Notre opinion – –** *Pour l'instant, le billet vert reste une monnaie refuge et a plutôt tendance à profiter des moments d'instabilité politique ou économique. Cependant, Russie, Chine et autre BRICs sont clairement décidés à réduire leur dépendance vis-à-vis de la devise américaine. Ainsi Pékin a émis pour la première fois depuis 15 ans de la dette en euros. Cette volonté de diversification est évidemment liée au contexte géopolitique global, mais il faut néanmoins rappeler que cela était déjà affirmé depuis quelques années comme un axe important de géostratégie pour ces pays, c'est-à-dire bien avant l'arrivée de D. Trump. Et on peut anticiper que la tendance va se poursuivre, quel que soit le résultat des élections américaines, car elle est liée au profond rééquilibrage économique et politique du monde.*

Cependant, cette évolution devrait être lente car aucun des acteurs concernés n'a intérêt à déstabiliser brutalement le billet vert. Pour la Chine par exemple, qui est la première détentrice au monde d'obligations d'État américaines, devant le Japon, une vente trop massive de ces titres serait dangereuse pour la monnaie chinoise. Pour autant, la part du dollar dans les réserves comme dans les échanges mondiaux va devenir un indicateur géopolitique très intéressant à surveiller, car, avec l'éducation, c'est le domaine de puissance dans lequel l'hégémonie américaine est la plus nette.

☞ Serbie : une croissance plus molle que prévue

Après un début d'année 2018 assez dynamique en termes de croissance du PIB (entre 4,5% et 5% de hausse), le rythme ralenti depuis trois trimestres. Le deuxième trimestre de cette année enregistre une augmentation de seulement 3,2%. Bien que le chiffre ne soit pas mauvais, il traduit cependant la fragilité de l'économie serbe, dépendante à la fois des aléas climatiques pour son secteur agricole, et de la demande extérieure pour ses exportations industrielles. Ce sont précisément ces deux éléments qui sont à l'origine du ralentissement. La production industrielle recule de 2% et la demande européenne, principal partenaire pour la Serbie, fléchit également. Toutefois, les effets sur la croissance globale du PIB restent modérés, puisque la demande interne, moteur de la croissance du PIB, est encore au rendez-vous (+3,3% au T2 2019).



Sources : EIU, Crédit Agricole S.A.

☑ **Notre opinion –** *Les investissements, publics et privés, sont également en hausse depuis les deux dernières années. Un facteur indispensable pour accroître le potentiel de croissance de cette économie qui pour le moment encore, détient le plus faible taux d'investissement de la région : inférieur à 20% du PIB.*

Asie

☞ Inde : rejet définitif du RCEP

L'Inde ne rejoindra donc pas l'accord de libre-échange régional qui devrait réunir les 10 membres de l'ASEAN, ainsi que la Chine, le Japon, la Corée du Sud, l'Australie et la Nouvelle Zélande, et qui pourrait bel et bien être finalisé en 2020, à l'issue de neuf ans de négociations. Cette décision a été beaucoup commentée à deux titres.
En premier lieu, parce qu'elle souligne le fait que Dehli a donné la priorité aux risques à court terme, au détriment des probables gains à long terme de cet accord. Risques en matière de politique intérieure, car ce sujet exacerbe la colère déjà grande des fermiers et les critiques de l'opposition. Risques économiques car la peur de la concurrence étrangère (et en l'occurrence des produits chinois) est toujours très forte dans ce pays, traditionnellement assez fermé aux investissements étrangers.
De fait, selon la Banque mondiale, l'Inde est la plus protectionniste de tous les futurs membres du RCEP, et la moins intégrée dans la chaîne de valeur internationale. Par ailleurs, il faut bien dire que la relation commerciale avec la Chine est très déséquilibrée, puisque Pékin compte pour 30% du déficit commercial indien total, et que ce déficit n'a cessé de s'accroître sur les dernières années.
Donc au fond, cette décision n'est pas surprenante, mais elle fait juste écho au manque de compétitivité à l'exportation de l'industrie indienne. Le « make in India » de Modi a encore un sacré chemin à faire !

En second lieu, la décision indienne a été commentée bien sûr au regard de la situation géopolitique globale, et analysée généralement comme un signal supplémentaire de la décomposition en cours des institutions multilatérales. Cela nous semble exagéré voire faux. En effet, même sans l'Inde, le RCEP va être un accord commercial très important pour la région, de la taille du NAFTA. Les quinze économies concernées représenteront 29% du PIB mondial et le RCEP peut nettement accélérer l'intégration commerciale de la zone, et l'approfondissement des chaînes de valeur locale.
Par ailleurs, de nombreux analystes estiment aussi que cela devrait renforcer la collaboration pour l'instant beaucoup trop faible des pays de l'ASEAN, qui comptent au total 650 millions d'habitants, soit la 4e plus grande région exportatrice de la planète…

☑ **Notre opinion –** *La décision indienne rappelle surtout les fragilités de cette économie, et elle ne doit donc pas cacher le réel succès qu'une finalisation du RCEP pourrait représenter. D'ailleurs, le refus de Dehli semble plutôt avoir accéléré le processus, de nombreux pays ayant réclamé une fin des négociations pour 2020.*

☞ Indonésie : une croissance légèrement ralentie

A 5% au troisième trimestre, le taux de croissance du PIB indonésien est au plus bas depuis deux ans, bien qu'assez proche tout de même de la tendance de ces dernières années. La situation n'a donc rien d'alarmant.

Plus intéressant cependant, c'est le fait que le ralentissement soit constaté dans la plupart des secteurs de l'économie avec, notamment, un taux d'investissement au plus bas depuis trois ans.

A vrai dire, c'est surtout le commerce qui souffre des effets de la guerre commerciale sino-chinoise et, en cela, l'essoufflement de l'activité de ce pays est donc un bel exemple des effets secondaires de la tension entre les deux grandes puissances.

☑ **Notre opinion –** *Cette situation augure évidemment d'une politique monétaire plus accommodante, afin de relancer une consommation elle aussi en ralentissement (en rappelant que la consommation contribue à 50% du PIB de ce pays). Les dépenses publiques seront également mises à contribution, et le déficit budgétaire va légèrement s'accroître, mais là encore, rien d'inquiétant, l'Indonésie a les moyens de faire face au choc externe qui est en train de lentement se déployer sur la zone.*

Afrique du Nord, Moyen-Orient

☞ Algérie : décélération de la croissance et baisse des exportations

La croissance du PIB du deuxième trimestre n'a été que de 0,3% a/a, en baisse significative par rapport à 2018 (+1,4%), en raison d'une contraction de 8% du PIB hydrocarbures, que n'a pas pu compenser la hausse de 2,8% du PIB non pétrolier du pays. Si le PIB hydrocarbures diminue, c'est en raison de la baisse de 9% des exportations de gaz affectée par une chute de la production de 2% et une consommation interne en hausse de 8% entre janvier et septembre. De son côté, l'industrie progresse de 4,6%, le BTP de 3,6% tandis qu'une décélération de l'agriculture à +1,8% est constatée au premier semestre. Au total, la croissance du PIB n'a donc été que de 0,9% au premier semestre 2019.

La baisse de la production d'hydrocarbures est le résultat de sous-investissements depuis de nombreuses années. La baisse des exportations est, elle, surtout le résultat de la progression démographique de 2% par an qui entraîne une hausse significative de la consommation interne d'énergie. La balance commerciale se détériore donc au premier semestre avec une chute de 8% des exportations.

☑ **Notre opinion –** *La forte décélération de la croissance du PIB et la chute des exportations vont rendre encore un peu plus difficile la réalisation des objectifs de déficits budgétaires et courants pour l'année 2019.*

Pour y répondre, une nouvelle loi concernant les investissements étrangers, notamment dans le secteur énergétique, est en cours de discussion au Parlement. Mais la population a fortement manifesté son opposition à cette loi accusée de « brader les intérêts du pays ». En tout état de cause, cette loi serait sans doute peu susceptible d'inverser l'attitude attentiste de nombreux investisseurs étrangers, toujours préoccupés par la situation politique et sociale très tendue.

Effectivement, l'armée, véritable détentrice du pouvoir, persiste à vouloir organiser le scrutin présidentiel avant la fin de l'année 2019 avec désormais cinq candidats sélectionnés par le régime (et qui comprennent deux anciens Premiers ministres), et ce malgré l'opposition de la rue. Loin de faiblir, les manifestations hostiles au pouvoir se renforcent au fur et à mesure que la répression s'accentue, dans une spirale dont a du mal à percevoir l'issue à ce stade.

☞ Egypte : baisse des investissements étrangers en 2019

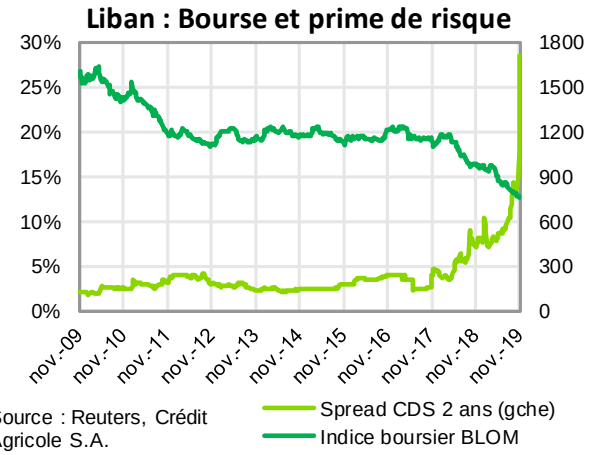
Les investissements directs étrangers (IDE) en Egypte ont baissé de 13,5 Mds USD en 2018 à 7,3 Mds USD en 2019, selon une estimation de l'IIF (Institut de Finance International). Cette baisse serait due à un environnement international moins favorable et à une forme de « concurrence » de la part des investissements de portefeuille qui se sont dirigés vers les emprunts d'État au cours de l'année.

☑ **Notre opinion –** *En Egypte, les IDE se dirigent principalement vers les projets énergétiques (et notamment gaziers) compte tenu d'un environnement des affaires de meilleure qualité que dans les autres secteurs et d'opportunités d'affaires et de retours sur investissement plus favorables dans ce secteur.*

☞ Liban : pas d'apaisement politique ni économique en vue

Les manifestations populaires anti-gouvernementales, qui restent très mobilisatrices auprès de la population malgré la démission du gouvernement, et une nouvelle dégradation par Moody's du rating du Liban à Caa2 ont fait de nouveau chuter l'indice boursier à Beyrouth (BLOM) et ont propulsé la prime de risque au niveau extrêmement élevé de 28% (prix des CDS à 2 ans).
Le BLOM est très influencé par le poids des entreprises du BTP et celui des banques, fortement pondérées dans l'indice boursier. La valorisation des banques a beaucoup souffert de la crise en cours qui pourrait affecter leur solidité en cas de sortie du régime de change fixe au dollar, d'une part, et de la récente demande de la Banque du Liban de ne pas distribuer de dividendes cette année et de renforcer leurs fonds propres de 20% avant mi-2020.

De son côté, le prix des CDS à 2 ans (28%) est nettement supérieur à celui des CDS à 5 ans (15%) en raison d'inquiétudes plus fortes des marchés financiers sur les risques à court terme, notamment si l'aide des multilatéraux et des pays « amis » tarde à se matérialiser.



Source : Reuters, Crédit Agricole S.A.

Afrique sub-saharienne

☞ Afrique du Sud : zone de turbulence

L'Afrique du Sud vient de présenter son budget de mi-mandat du gouvernement. Au programme, un ralentissement continu de l'économie. Ainsi, la croissance de PIB a été revue à la baisse de 0,5% en 2019, contre 1,5% prévu en février dernier, soit un point de moins.

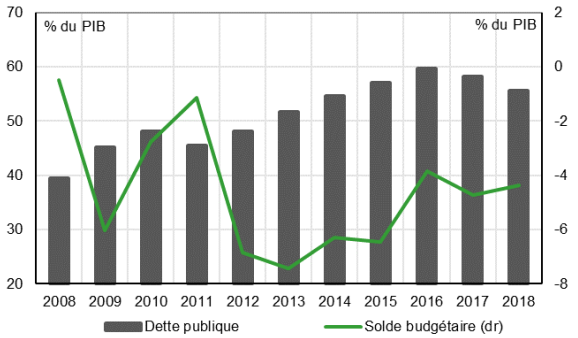
Les recettes fiscales devraient ne pas être à la hauteur des prévisions. L'année 2019-2020 permettrait de récolter seulement 1,53 trillion de rands, contre 1,67 trillion prévu initialement, soit une révision à la baisse 52,5 milliards de dollars (1% du PIB). Toutefois, le gouvernement prévoit une possible augmentation des impôts en 2020. Quant au déficit budgétaire, celui-ci devrait passer de 4,2% du PIB en 2018 à 6,5% cette année. Sans une réforme urgente, la dette publique devrait très probablement dépasser 70% du PIB en 2022–2023. Le graphique ci-contre illustre la forte hausse de la dette publique en raison de déficits budgétaires récurrents et non maîtrisés.

Les efforts de réduction des dépenses ne suffisent pas à ce stade. Cette situation met une forte pression sur l'accumulation des déficits budgétaires, en partie due au soutien récurrent pour l'entreprise Eskom qui fournit 95% de l'électricité produite du pays. Le géant de l'électricité croule sous une dette abyssale de 26 milliards d'euros malgré plusieurs plans de sauvetage de l'État qui y a injecté 7,8 milliards d'euros en trois ans. Une réorganisation est prévue pour 2020, qui doit diviser l'entité en trois filiales distinctes : production, réseaux de transport, distribution. Ce plan de sauvetage creuse le déficit budgétaire, mais il se révèle indispensable afin que l'électricité ne devienne pas un obstacle à la croissance économique du pays.

Ces prévisions macroéconomiques défavorables risquent d'intensifier la pression sur le rating du pays. En effet, Moody's vient d'annoncer que le pays risque une éventuelle dégradation de sa note, la faisant passer en catégorie d'investissement spéculatif. Cela aurait probablement pour conséquence une augmentation du coût d'emprunt de l'État en raison de la corrélation des taux d'emprunt avec le risque de crédit. Le risque d'une baisse des investissements freinés par un coût d'emprunt plus élevé et qui aurait un effet de ralentissement sur la croissance n'est donc pas négligeable.

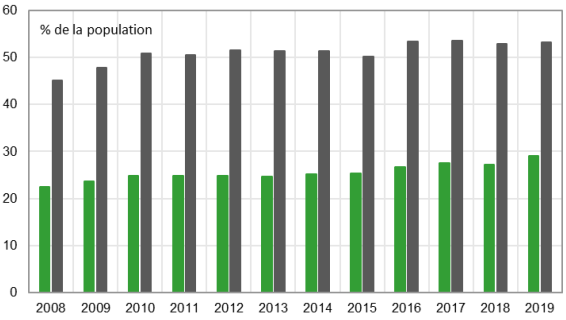
Il existe donc un risque réel que le pays soit piégé dans une tendance baissière continue, ce qui aggraverait les défis sociaux. En effet, le taux de chômage a augmenté au troisième trimestre de 2019 pour s'établir à 29% (plus de 53% chez les jeunes), soit le niveau le plus élevé depuis 11 ans. La situation devrait être encore plus préoccupante si on y inclut le nombre de demandeurs d'emploi qui sont découragés par la recherche d'emploi, et qui ne sont donc plus comptabilisés dans les chiffres.

Afrique du Sud: Finances publiques



Source: FMI, Crédit Agricole S.A.

Afrique du Sud: Taux de chômage



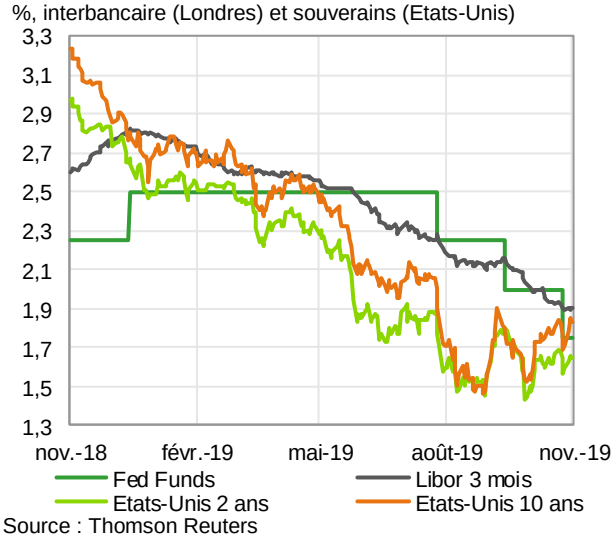
Source: Banque Mondiale, Crédit Agricole S.A.

☑ **Notre opinion –** *La croissance économique reste molle malgré les tentatives de relances économiques par le chef de l'État, Cyril Ramaphosa. Le gouvernement devra redoubler d'efforts pour redresser la croissance économique, améliorer les recettes fiscales tout en mettant en œuvre le plan de sauvetage d'Eskom.*

Tendances à suivre

Taux d'intérêt en dollar américain

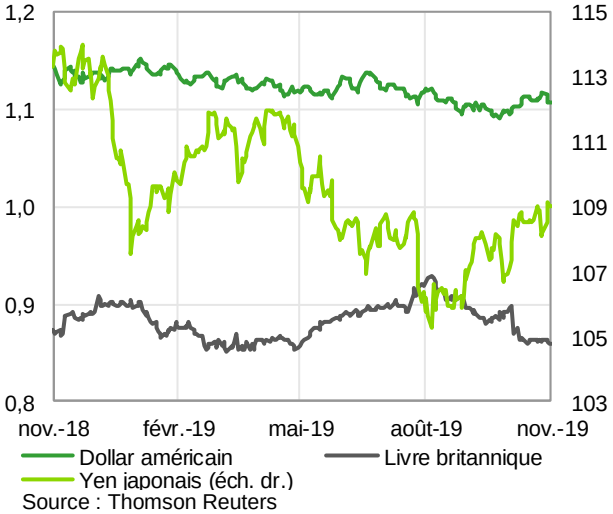
%, interbancaire (Londres) et souverains (Etats-Unis)



Source : Thomson Reuters

Taux de change des principales devises

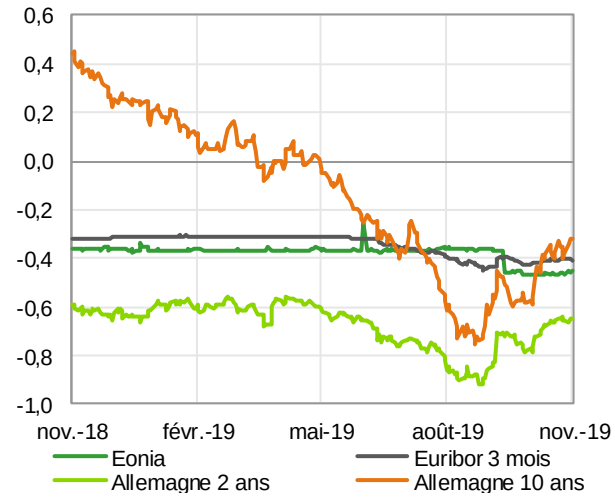
EUR/USD, EUR/GBP et USD/JPY



Source : Thomson Reuters

Taux d'intérêt en euro

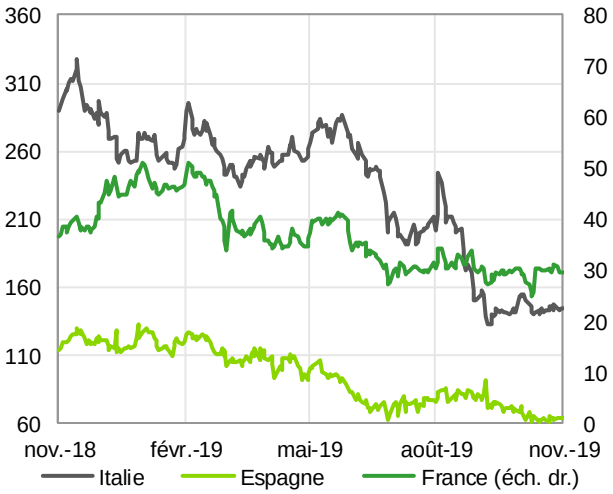
%, interbancaires (Londres) et souverains (Allemagne)



Source : Thomson Reuters

Spreads souverains européens avec le Bund

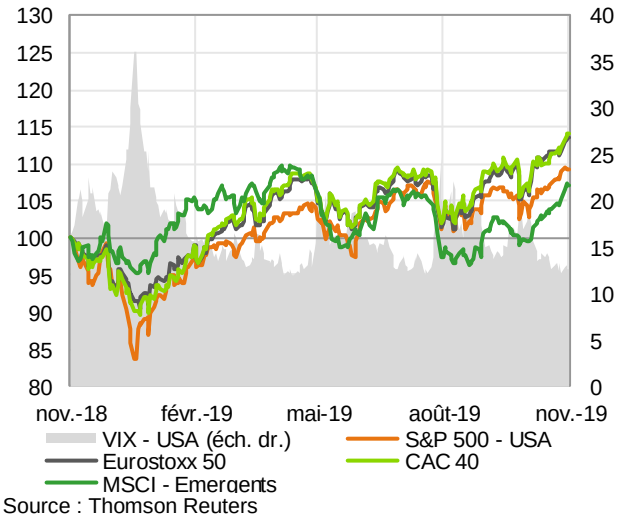
Pdb, dette en EUR à dix ans



Source : Thomson Reuters

Marché actions

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



Source : Thomson Reuters

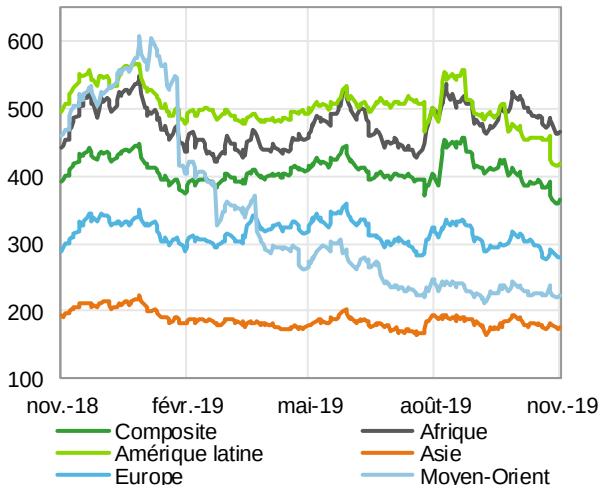
Cours de l'once d'or

USD/Once troy (Londres)

Source : Thomson Reuters

Spreads souverains émergents avec le T-Bond

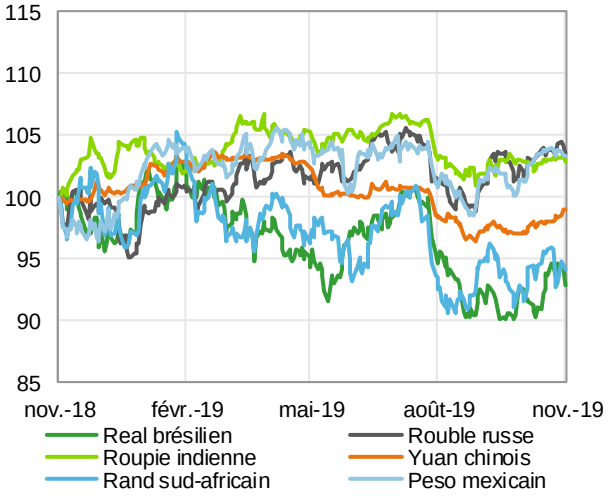
Indices EMBI+ (pdb, dette en USD de plus d'un an)



Source : JP Morgan

Devises émergentes

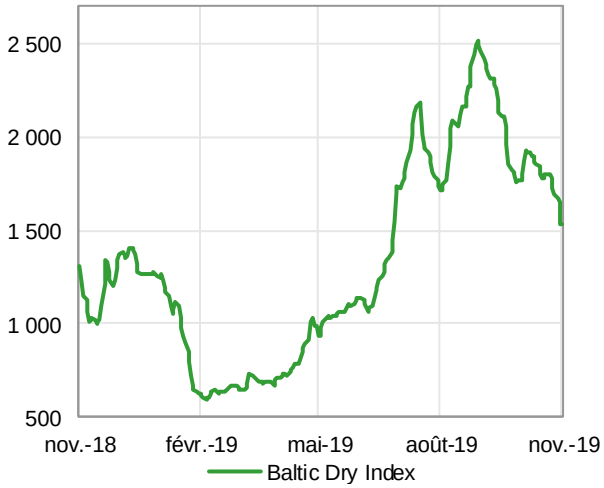
/USD (indice 100 = début de période)



Source : Thomson Reuters

Coût du transport maritime de vrac sec

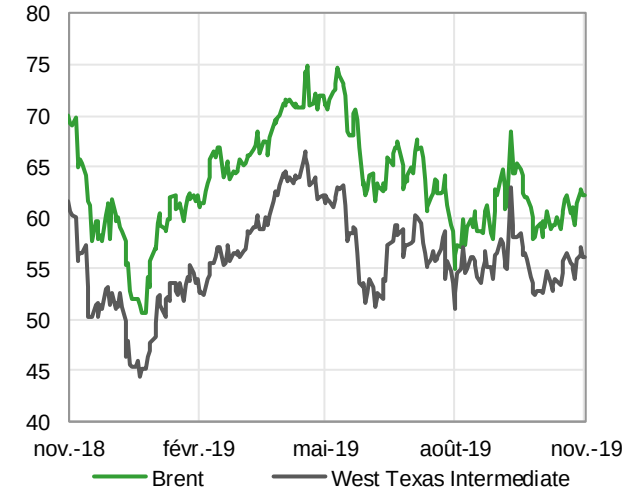
Baltic Dry Index (USD/point)



Source : Baltic Exchange

Cours du baril de pétrole brut en USD

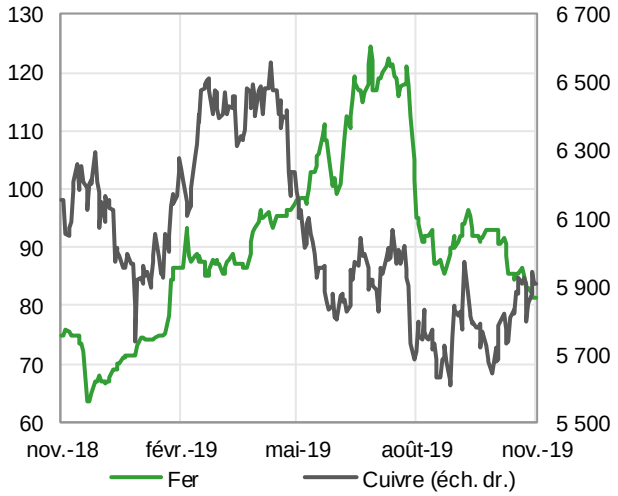
Brent (mer du Nord) et WTI (golfe du Mexique)



Source : Thomson Reuters

Cours des métaux

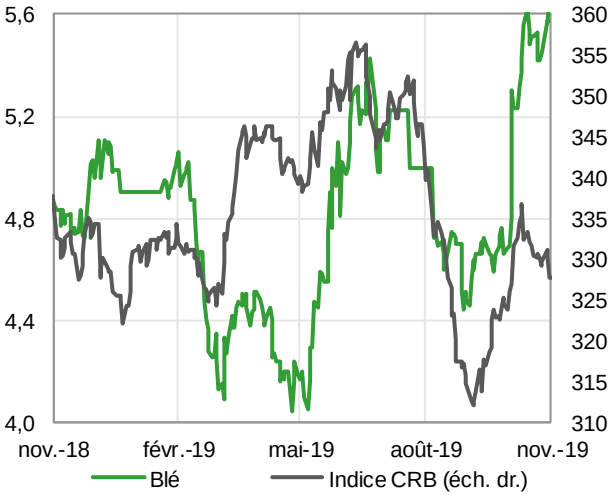
USD/tonne métrique



Sources : Steel Home, London Metal Exchange

Agriculture

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



Sources : USDA, CRB

Consultez nos dernières parutions en accès libre sur Internet :

Monde – Scénario macro-économique 2019-2020 – 9 octobre 2019

Une fragile ligne de flottaison

Prévisions économiques & financières

Date	Titre	Thème
06/11/2019	Liban : un Printemps arabe à retardement	Liban
04/11/2019	PRISME – L'analyse de la conjoncture et de l'actualité agricole et agroalimentaire du Crédit Agricole	Agri-Agro
31/10/2019	Podcast - Brexit : sortira-t-on de l'impasse ?	Brexit
30/10/2019	France – PIB T3, une croissance stable, toujours portée par la demande intérieure	France
29/10/2019	Italie – Immobilier résidentiel	Italie, immobilier
25/10/2019	Monde – L'actualité de la semaine	Monde
25/10/2019	Espagne – Scénario 2019-2020 : un freinage contrôlé ?	Espagne
23/10/2019	France – Travail temporaire, tendances à fin octobre 2019	France, sectoriel
22/10/2019	Pologne, nouveau succès des conservateurs	Pologne
18/10/2019	Allemagne – Scénario 2019-2020 : Perspectives au T3-2019	Allemagne
18/10/2019	Monde – L'actualité de la semaine	Monde
17/10/2019	France – Scénario 2019-2020 : une croissance robuste malgré le ralentissement mondial	France
16/10/2019	Le piège des banques centrales	Monde
09/10/2019	Monde – Scénario macro-économique 2019-2020 : une fragile ligne de flottaison	Monde
03/10/2019	France – Projet de loi de finances pour 2020 : le déficit public est ramené à 2,2% du PIB	France
30/09/2019	France – Immobilier résidentiel : Évolutions récentes et perspectives 2019-2020	France, immobilier

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 : Pierre BENADJAOUD, 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 : Tania SOLLOGOUB
Amérique latine : Catherine LEBOUGRE
Afrique du Nord, Moyen-Orient : Olivier LE CABELLEC
Afrique sub-saharienne : Cécile JIN

Documentation : Dominique PETIT, Elisabeth SERREAU
Statistiques : Robin MOURIER
Réalisation et Secrétariat de rédaction : Véronique CHAMPION – Fabienne PESTY

Contact : 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.