

Perspectives

Hebdomadaire – N°19/197 – 15 novembre 2019

MONDE – L'actualité de la semaine

👉 Le bruit et la rumeur

Il y a bien eu quelques statistiques « dures » qui auraient pu inviter les marchés à se montrer raisonnablement enthousiastes. Il y a, par exemple, la croissance du 3^e trimestre signalant que l'Allemagne échappe à la récession technique : alors que les pronostics convergeaient vers un recul de 0,1%, la croissance est faiblement positive (0,1%), grâce à un sursaut des activités de services compensant la contre-performance de l'industrie. Mais les marchés semblent avoir prêté assez peu d'attention aux chiffres pour essentiellement évoluer au gré des bruits et des rumeurs concernant les négociations commerciales sino-américaines. La succession d'informations soufflant le chaud et le froid leur donne, en effet, du grain à moudre : c'est précisément le carburant dont ils ont (par définition) besoin.

Lors d'un discours (devant le *Economic Club of New York*), le président Trump a ainsi menacé d'augmenter substantiellement les tarifs douaniers si aucun accord n'était conclu, tout en indiquant qu'un tel accord était « proche » et pourrait intervenir « bientôt ». Alors qu'apparaissaient quelques commentaires positifs (dont ceux de Larry Kudlow, conseiller à la Maison Blanche) indiquant la bonne volonté de la Chine, d'autres informations signalaient que les négociations commerciales étaient au point mort : la Chine compromettrait les chances de conclusion rapide d'un accord, en n'offrant pas assez de concessions sur la protection de la propriété intellectuelle et le transfert forcé de technologie. Selon certains, les négociations semblaient achopper sur l'hésitation chinoise à s'engager sur un montant spécifique d'importations de produits agricoles. Enfin, pour ajouter à la « confusion », le Sénat américain promettait d'accélérer les travaux sur un projet de loi visant à soutenir les manifestants à Hong Kong, un élément potentiellement très nuisible pour les négociations commerciales en cours.

Même à supposer qu'une accalmie dans la guerre tarifaire puisse être atteinte, la question cruciale sera celle de sa nature : s'agira-t-il d'une abrogation (ou, tout au moins, d'une diminution) des précédentes augmentations tarifaires ou d'une « simple » annulation des futures augmentations ? Par ailleurs, une accalmie commerciale (largement motivée par

des ambitions électorales) n'équivaut aucunement à un apaisement durable des relations sino-américaines, tant sont abondants les sujets de dissension économiques et géopolitiques.

La semaine s'achève donc sur une tonalité peu enthousiaste. Les marchés actions résistent, mais les taux sans risque « *super core* » s'effritent légèrement (taux souverains américains et allemands à dix ans en repli de, respectivement, 7 et 11 pb à -0,33% et 1,83%). Les marchés du crédit, marchés émergents se replient et les primes de risque des souverains (un peu ou beaucoup) moins *core* se tendent. Le *spread* italien s'écarte de 17 pb (à 162 pb au-dessus du Bund), alors que l'Espagne acquitte une prime de 80 pb par rapport au rendement allemand : un écartement de 15 pb auquel, au-delà de la préférence pour les actifs très sûrs, le puzzle électoral contribue également.

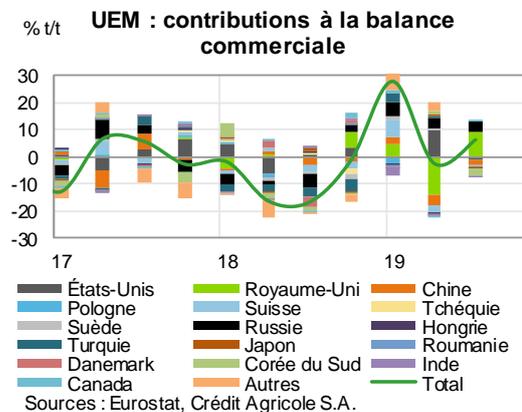
- ☞ Zone euro : une amélioration de la balance commerciale en demi-teinte au T32
- ☞ Allemagne : une croissance moins pessimiste qu'attendu au T32
- ☞ Italie : nouvel indicateur basé sur Twitter3
- ☞ Italie : baisse de la production industrielle au T33
- ☞ Espagne : Pedro Sánchez résoudra-t-il le puzzle résultant des élections ?4
- ☞ R-U : Récession évitée au troisième trimestre, mais la demande intérieure reste faible6
- ☞ R-U : L'inflation tombe à 1,5% en octobre, tirée vers le bas par les prix de l'énergie6
- ☞ R-U : Signes de ralentissement dans le marché du travail7
- ☞ Turquie : quelle reprise ?8
- ☞ Hongrie : le bras de fer entre Bruxelles et Budapest se concrétise financièrement8
- ☞ Tunisie : Ghannouchi, chef du parti islamiste, nommé président du Parlement9
- ☞ Égypte : la légère hausse des réserves soutient la valeur de la livre9
- ☞ Liban : baisse des réserves en devises et apparition d'un marché noir de la livre9
- ☞ Une croissance économique résistante en Afrique subsaharienne, malgré les incertitudes de la conjoncture internationale 10

Zone euro

Zone euro : une amélioration de la balance commerciale en demi-teinte au T3

Le solde commercial de la zone euro a augmenté de 1,3% sur un mois en septembre, grâce à une hausse des exportations de 0,3% et une plus faible progression des importations de seulement 0,2%. Sur l'ensemble du troisième trimestre, le solde commercial de la zone a progressé de 6,4%, après une baisse de 2,3% au T2, où les échanges avec le Royaume-Uni et la Chine avaient pesé sur la croissance du solde global. Les exportations à destination du Royaume-Uni se sont redressées ce trimestre et les importations ont diminué, améliorant ainsi le solde commercial vis-à-vis du pays. L'amélioration du déficit commercial envers la Chine a été possible grâce à la baisse des importations et une légère hausse des exportations. Le solde commercial vis-à-vis des États-Unis a pesé sur la croissance du trimestre avec des importations nettement en hausse et des exportations stables. La décomposition par produits signale une amélioration des exportations de produits chimiques, tandis que

les exportations de machines et matériels de transport se dégradent davantage. Les importations sont marquées par un net recul des flux de carburants importés.

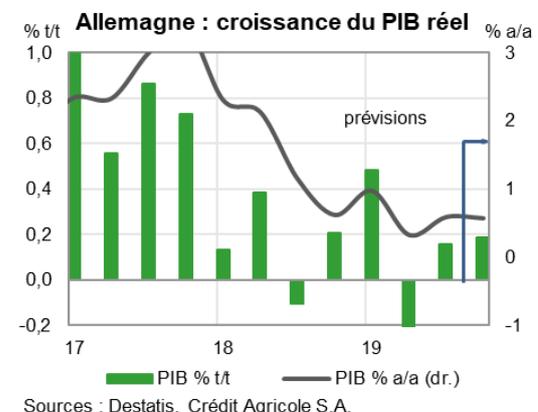


Notre opinion – Le redressement du solde commercial au cours du T3 résulte d'une amélioration des échanges avec le Royaume-Uni, la Chine et la Russie. Toutefois, la décomposition par produits signale une dégradation des exportations de produits manufacturés et une forte chute des importations de pétrole, caractéristiques du recul industriel observé ces derniers mois notamment en Allemagne. Les risques baissiers sur la balance commerciale de la zone demeurent prégnants : tensions commerciales avec les États-Unis et risques d'un Brexit imminent.

Allemagne : une croissance moins pessimiste qu'attendu au T3

Le PIB allemand a augmenté de 0,1% en variation trimestrielle au T3 2019, défiant ainsi tous les pronostics de croissance qui tablaient sur un recul de 0,1%. Le pays évite ainsi une entrée en récession technique (deux trimestres consécutifs de chute du PIB) en dépit d'une conjoncture toujours atone et d'une demande industrielle particulièrement faible. Les données détaillées ne seront disponibles que dans une semaine, mais nous pouvons néanmoins en déduire que la demande intérieure a conservé son rôle de pilier de la croissance et que la demande extérieure a plutôt bien résisté ce trimestre aux tensions résultant des tarifs douaniers américains et du « Brexit ». La consommation des ménages et les dépenses publiques semblent avoir davantage augmenté ce trimestre, comparativement au précédent. L'investissement dans la construction a vraisemblablement progressé, mais l'investissement productif s'est détérioré. Les exportations ont également augmenté, tandis que les importations sont globalement restées stables, permettant ainsi de dégager une contribution positive des exportations nettes à la croissance du trimestre. L'acquis

de croissance laissé par ce troisième trimestre atteint 0,5% pour l'année 2019. Notons que l'office des statistiques allemand a révisé la croissance du deuxième trimestre à la baisse à -0,2%, contre -0,1% auparavant, et que celle du premier trimestre a été légèrement revue à la hausse à 0,5%, contre 0,4% précédemment.



Notre opinion – La croissance du PIB allemand a surpris positivement, alors que nous nous attendions à un nouveau recul de l'activité au T3. La chute continue de la production industrielle depuis maintenant quinze mois a été compensée par un sursaut des activités de services. L'accélération de la consommation domestique et des dépenses des administrations publiques a permis de soutenir la croissance. Les exportations nettes ont été épargnées par les tensions tarifaires et les incertitudes d'un Brexit se rapprochant. Toutefois, le chemin pour revenir à des rythmes de croissance plus soutenus semble encore long et tortueux, surtout au regard d'une demande industrielle encore très fragile.

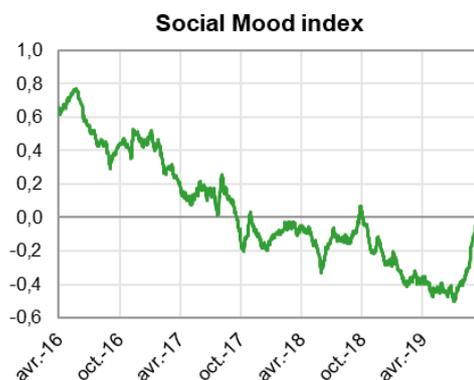
Italie : nouvel indicateur basé sur Twitter

ISTAT a présenté son nouvel indicateur basé sur Twitter et la *big data*. « *Social Mood Index* » fournit des mesures quotidiennes du sentiment italien sur l'économie, à partir d'échantillons de *tweets* publics en italien, captés en temps réel. La période d'observation couverte par l'indice est comprise entre le 10 février 2016 et le 30 septembre 2019.

La procédure de production de l'indice sélectionne et traite uniquement les *tweets* dont le texte contient au moins un mot appartenant à un ensemble de soixante mots-clés (préparés par des experts du domaine et provenant principalement de l'enquête sur la confiance des consommateurs). ISTAT indique également que le phénomène capturé par l'indice « *Social Mood* » est beaucoup plus large et moins défini que la traditionnelle confiance des consommateurs. La procédure analyse, à l'aide de techniques de « *sentiment analysis* », une moyenne d'environ 55 000 *tweets* par jour.

ISTAT remarque aussi que, à la différence des enquêtes traditionnelles où le statisticien choisit les échantillons et construit les questions, la génération

des données provenant Twitter ne peut pas être contrôlée. De plus, on estime que 9 millions d'utilisateurs italiens de Twitter étaient actifs sur une base mensuelle en 2018, ce qui est très loin de pouvoir être considéré comme représentatif de population italienne.



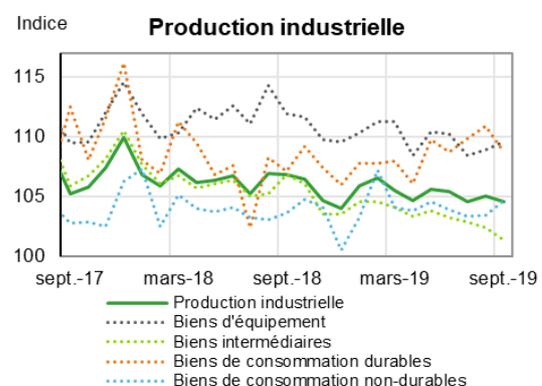
Source : Istat, Crédit Agricole S.A.

Notre opinion – La série dessaisonnalisée (voir graphique) capture le taux de croissance en laissant de côté les effets saisonniers. Elle affiche un rebond assez marqué au troisième trimestre, très difficile à assimiler à une autre variable mesurée de façon plus traditionnelle. En ce qui concerne la série de l'indice proprement dit, elle montre une saisonnalité exclusivement à fréquence annuelle, avec des pics positifs en janvier et dans la période fin mars-début avril, et un pic négatif pendant les mois d'été.

Italie : baisse de la production industrielle au T3

L'indice de la production industrielle italienne affiche une nouvelle baisse en septembre. Il a reculé de 0,4% par rapport à août (-2,1% sur un an). Au T3, la production industrielle a reculé de 0,5% par rapport au T2.

Les données de septembre confirment la tendance annuelle des différentes typologies de biens : la production de biens de consommation a progressé en septembre, de 0,7% (+1.2% sur un an), tandis que l'énergie et les biens intermédiaires ont reculé de 1,1% et 1% respectivement (-0,1% et -5,2% sur un an). Quant aux biens d'équipement, la production progresse de 0,6% en septembre (-2% sur un an).



Source : Istat, Crédit Agricole S.A. Base 2015=100

La fabrication de coke et de produits pétroliers (+9,6%), l'industrie alimentaire, des boissons et du tabac (+7,8%) et la fabrication d'ordinateurs et produits électroniques et optiques (+6,4%) sont les secteurs qui ont enregistré les plus fortes hausses

sur un an. L'industrie minière (-11,2%), textile, habillement et cuir (-8,1%) et la métallurgie, ainsi que les produits métalliques (-7,1%) enregistrent les plus mauvaises performances.

Notre opinion – La tendance baissière du secteur industriel se poursuit en Italie. La baisse de la production des biens intermédiaires et d'équipement correspond à une demande locale déprimée et à un environnement international traversé par la guerre des quotas sino-américaine. En effet, les enquêtes ESI auprès du secteur manufacturier au T3 identifient la demande comme le principal obstacle à la production (le personnel constituait le deuxième élément d'inquiétude au T2, mais cette influence a perdu de la vigueur au T3). De plus, le niveau de commandes industrielles (domestiques et étrangères) a reculé pour s'établir à des niveaux équivalents à 2016.

Pourtant, la production de biens de consommation affiche toujours des variations annuelles positives face à un cycle de consommation de biens durables qui se trouve dans ses dernières étapes, mais qui se maintient. Lors de la publication des estimations préliminaires du PIB au T3 (0,1% par rapport au T2), ISTAT signale une progression de la valeur ajoutée de l'industrie, ce qui constituerait une excellente nouvelle, car le secteur a beaucoup souffert depuis la période estivale de 2018 (-0,2% sur un an au T2). En prévision, les indicateurs avancés signalent des perspectives toujours opaques pour l'industrie : en octobre, la confiance des entreprises s'affiche à des niveaux très bas, mais semble se stabiliser et le PMI manufacturier d'octobre signale un recul de l'activité du secteur pour le douzième mois consécutif en octobre.

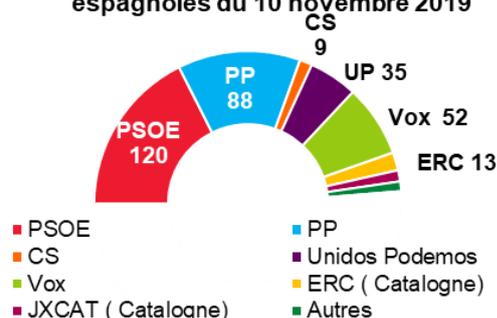
 **Espagne : Pedro Sánchez résoudra-t-il le puzzle résultant des élections ?**

Après six mois de circonvolutions, il n'aura fallu que 48 heures pour sceller un accord entre le PSOE sorti vainqueur des élections du 10 novembre et son allié Podemos. L'issue de la répétition électorale de dimanche dernier n'a pas modifié dans les grandes lignes les résultats d'avril, mais a eu l'effet d'un séisme politique. Bien qu'il ait perdu 3 sièges, le PSOE est resté la première force politique de l'hémicycle avec 120 députés. Le PP est, quant à lui, sorti renforcé, passant de 66 à 88 sièges. Les changements majeurs concernent les nouveaux partis. Malgré quelques pertes Podemos a réussi à conserver 35 sièges, tandis que Ciudadanos paie le prix de la stratégie de son leader, en voyant son poids dans l'assemblée réduit à une peau de chagrin (passant de 57 sièges à 9). Enfin, le grand gagnant reste sans conteste Santiago Abascal, qui confirme les prédictions des sondages de campagne et réussit à s'imposer comme la troisième force politique du pays avec près de 52 sièges. Les événements en Catalogne y sont pour beaucoup dans la montée en puissance de ce parti qualifié comme d'extrême-droite espagnole et qui affiche la plus forte opposition à l'indépendantisme.

Contrairement à avril, la présence de Vox ne se concentre pas autour de certaines provinces qui favorisent la proportionnalité. Alors qu'il occupait des sièges dans 18 circonscriptions électorales avec une présence plus forte à Madrid, Vox est aujourd'hui dans 33 circonscriptions électorales et se renforce notamment à Murcie, Alicante et Valence.

Alors qu'au lendemain des élections, la fragmentation parlementaire laissait à penser que la formation d'une coalition gouvernementale serait une tâche d'autant plus complexe, la percée de Vox semble avoir contraint les forces progressistes à se rassembler. Ces derniers ne pouvaient se risquer à une troisième répétition électorale. Contrairement aux négociations de cet été, les discussions qui se sont tenues à huis clos le 11 novembre ont été menées par les deux leaders lors d'une réunion tenue secrète à 16 h. Ni la direction du parti que Pedro Sánchez a rencontrée à 11 h 30, ni la presse n'ont été tenus informés de l'entrevue entre les deux hommes orchestrée par le chef de cabinet de Pedro Sánchez, Iván Redondo. La suite des négociations a, quant à elle, été confiée à Irène Montero pour le PSOE et à Adriana Lastra pour Podemos qui ont scellé les négociations dans la matinée du 12 novembre, avant que l'accord ne soit rendu public dans la journée. Ce dernier se rapproche de celui qui a été négocié en juillet, il rassemble les grandes mesures prônées par les deux partis lors des élections d'avril. Le PSOE semble avoir néanmoins cédé du terrain, en acceptant de faire de Pablo Iglesias le vice-président du gouvernement. Mais cette concession qui semblait impossible s'est faite en contrepartie de l'engagement de Podemos de respecter et d'agir dans le cadre de la Constitution, en se désolidarisant de la position qu'il tenait jusqu'à lors vis-à-vis de la Catalogne.

Résultats des élections législatives espagnoles du 10 novembre 2019



Source : Ministère de l'intérieur, Crédit Agricole SA

☑ **Notre opinion** – La fin du blocage semble être une bonne nouvelle en soit, mais les réactions à la suite de l'accord surprise entre Podemos et le PSOE montrent que ce dernier soulève également nombre d'inquiétudes, aussi bien dans l'opposition que dans le monde des affaires. La légère ouverture à la hausse de la bourse de Madrid après l'annonce de la fin du blocage politique n'a pas duré, l'Ibex a perdu 0,87% en fin de journée et a continué à chuter mercredi et jeudi notamment, en raison de la baisse des cotations des sociétés financières. L'arrivée de Podemos inquiète en particulier le secteur financier après les rumeurs de nationalisation de Bankia, cinquième opérateur bancaire sur le marché espagnol partiellement public. En outre, le secteur bancaire dans son ensemble ainsi que l'opérateur boursier BME pourraient être affectés par la création de la taxe sur les transactions financières, dite taxe Tobin, annoncée il y a quelques mois par le gouvernement de Pedro Sánchez. Plus globalement, le CEOE, l'organisation patronale espagnole craint une hausse de la charge fiscale nécessaire pour financer les dépenses sociales annoncées par les partis de gauche. Bien que les détails de l'accord ne soient pas encore révélés, les programmes respectifs des deux partis donnent des clés sur les futurs arbitrages budgétaires qui pourraient être faits, tels que l'augmentation de l'imposition sur les revenus du capital qui toucherait les grandes entreprises et les sociétés financières, la création d'une taxe sur le numérique sur le même modèle que celle discutée à l'OCDE.

La question catalane est également au centre des préoccupations, notamment de l'opposition. Le compromis entre Podemos et le PSOE ne garantit pas l'investiture. Avec 155 députés, les deux partis de gauche restent loin d'obtenir une majorité absolue et dépendront des votes des partis régionaux pour gouverner. Il est peu probable que Pedro Sánchez soit investi au premier tour qui nécessite l'appui de 176 députés. Il pourrait cependant être investi à la majorité simple, s'il parvient à sécuriser tout comme en mai 2018 l'abstention de certains partis. Pour rappel, lors d'un vote à la majorité simple, il est nécessaire de recueillir plus de votes favorables que de votes contre. Les deux leaders ont d'ores et déjà entamé les négociations avec des partis régionaux. Certains d'entre eux ont annoncé qu'ils ne constitueraient pas une entrave à la fin du blocage politique. L'affaiblissement de Ciudadanos ouvrirait la porte à une possible abstention de la part des centristes qui auraient permis au socialiste de ne pas dépendre du vote des indépendantistes catalans qui capitalisent 23 sièges au Cortes et en particulier la gauche républicaine qui détient 13 sièges. Mais Ciudadanos semble contraint par les accords auparavant conclus avec les droites, qui pour le moment le préviennent contre tout rapprochement avec le PSOE.

Plus largement, la grande crainte du PP et de Ciudadanos est qu'une alliance progressiste ouvre la voie à une réforme territoriale plus large, influencée par les formations indépendantistes dont dépendrait la survie de la coalition. C'est cette crainte qui motive certains barons du PP, tels que Alberto Núñez Feijóo qui appelle à une abstention patriotique du PP pour permettre une investiture du PSOE et juge l'accord avec Podemos comme dangereux. Quelques voix évoquent encore la possibilité d'une grande coalition, mais le silence de Pablo Casado rend cette option peu crédible.

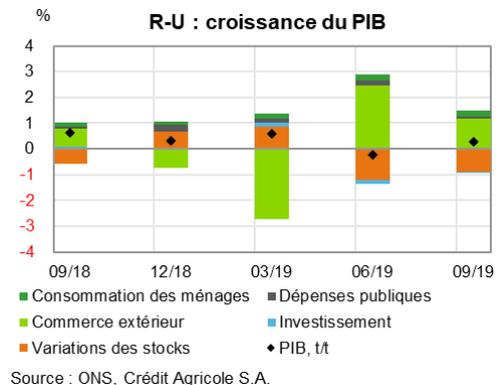
Alors que la 14^e législature devrait s'ouvrir le 3 décembre, Pedro Sánchez souhaiterait former un gouvernement avant Noël. Le PSOE a annoncé qu'il consulterait sa base le 23 novembre. Le roi devrait débiter les consultations au retour de son voyage officiel à Cuba. Un agenda aussi tendu impliquerait que la séance d'investiture débute le lundi 16 décembre. Le premier vote pourrait se dérouler le lendemain, après les interventions des porte-parole des groupes parlementaires. Le second vote aurait lieu 48 heures plus tard. Avec ce calendrier, Pedro Sánchez pourrait prendre ses fonctions vendredi 20 décembre.

Royaume-Uni

Récession évitée au troisième trimestre, mais la demande intérieure reste faible

Le PIB a crû de 0,3% au troisième trimestre, après une contraction de 0,2% au deuxième trimestre. C'est le solde extérieur qui a le plus contribué à la croissance (1,2 point de pourcentage) grâce à un rebond des exportations (5,2%) et une quasi-stagnation des importations (0,2%). La demande intérieure, en particulier l'investissement et les variations de stocks, a pesé sur la croissance. L'investissement productif a été stable sur le trimestre, tandis que l'investissement public a chuté de 1,8%. L'important stockage qui a eu lieu au premier trimestre, avant la date initiale du *Brexit*, ne s'est pas répété au troisième trimestre en amont de la date du 31 octobre. Les variations de stocks ont contribué pour -0,9 point de pourcentage à la croissance. Enfin, la consommation privée a continué de croître modérément (0,4% sur le trimestre), sur fond

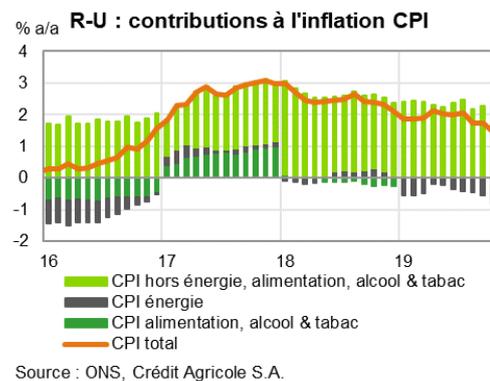
de hausse des revenus réels. La consommation publique reste aussi relativement soutenue (0,3%).



Notre opinion – La croissance a continué de ralentir, atteignant 1% en glissement annuel au troisième trimestre, ce qui est son plus bas rythme depuis le premier trimestre 2010. Elle est tirée par la consommation des ménages qui a légèrement accéléré à 1,2% en glissement annuel, après 1,1% au deuxième trimestre. La croissance de l'investissement productif, qui souffre le plus de l'incertitude liée au *Brexit*, demeure en territoire négatif pour le sixième trimestre consécutif, à -0,6%. Les perspectives restent négatives au regard des enquêtes de confiance toujours déprimées. Les indices PMI suggèrent une croissance de -0,1% au quatrième trimestre. Les risques sont orientés à la baisse pour les perspectives de politique monétaire : la BoE anticipait un rebond du PIB de 0,4% sur le trimestre.

L'inflation tombe à 1,5% en octobre, tirée vers le bas par les prix de l'énergie

L'inflation CPI a reculé à 1,5% au mois d'octobre depuis 1,7% en septembre, avec une variation de -0,2% de l'indice sur le mois. Ce sont les prix énergétiques qui expliquent l'essentiel de cette baisse en lien avec la décision du régulateur de l'énergie (Ofgem) de baisser son plafond sur les prix de l'électricité et de gaz de 6%, après l'avoir augmenté de 10% en avril dernier, ainsi que des effets de base favorables sur les prix du pétrole. Par conséquent, l'indice énergie a chuté de 2,5% sur un an. L'inflation sous-jacente reste contenue à 1,7%, mais stable par rapport au mois de septembre. L'inflation dans les loisirs a aussi contribué à la baisse du taux d'inflation, mais cela a été compensé par une hausse de l'inflation dans les prix du transport.

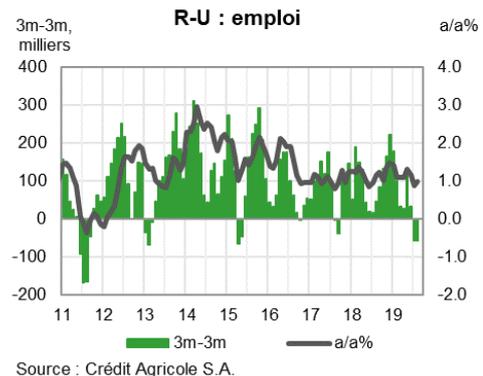


Notre opinion – Le chiffre d'inflation du mois d'octobre est en ligne avec les prévisions de la BoE. La Banque centrale anticipe une modération supplémentaire de l'inflation CPI au premier semestre 2020 vers 1,25%, également en lien avec les prix de l'énergie. Elle a indiqué qu'elle ne réagirait pas pour contrecarrer cette baisse de l'inflation, étant donné qu'elle serait due à des facteurs temporaires. Toutefois, elle n'hésiterait pas à baisser les taux, si les perspectives économiques ne s'amélioraient pas. Les données publiées cette semaine accroissent donc le risque d'une baisse de taux de la BoE : croissance au T3 moins forte que prévu, baisse de l'emploi et recul de la croissance des salaires, des ventes au détail décevantes. Par ailleurs, nos prévisions d'inflation indiquent à présent une inflation CPI en dessous de la cible de 2% de la BoE tout au long de 2020, mais une inflation sous-jacente qui atteindrait 2% mi-2020. Nous anticipons une politique monétaire inchangée dans les prochains mois, mais les risques sont clairement à la baisse.

 **Signes de ralentissement dans le marché du travail**

Le taux de chômage a rebaisé à 3,8% sur les trois mois à fin septembre, après 3,9% en août, en ligne avec sa moyenne sur les sept derniers mois et toujours sous le taux de chômage naturel estimé à environ 4,25% par la BoE. Le marché du travail reste donc globalement tendu, mais les signes d'un essoufflement s'accroissent. L'emploi a reculé de 58 000 entre fin juin et fin septembre : sa plus forte baisse en plus de quatre ans. Cela reflète une baisse des emplois à temps partiel (-164 000), en partie compensée par une hausse des emplois à temps plein (106 000). Le taux des inscriptions aux allocations chômage augmentent légèrement à 3,4%. Les postes vacants continuent de reculer : -7,1% depuis leur pic en décembre 2018. Enfin, la croissance des salaires a également reculé à 3,6%, après 3,8% en août et un pic à 3,9% en juillet. La

rémunération totale, bonus inclus, accélère en revanche à 3,7%, après 3,6%.



Notre opinion – La résistance du marché du travail est la grande caractéristique de la période post-referendum de 2016. Alors que la croissance de l'activité a nettement ralenti, le marché du travail est resté dynamique et a soutenu la consommation des ménages, qui demeure le principal moteur de l'activité. Le marché du travail britannique est toujours au plein emploi, avec un taux de chômage à son plus bas depuis 1974. La croissance des salaires est soutenue, ayant atteint les rythmes d'avant-crise. La baisse récente de l'emploi pourrait traduire une simple volatilité et reste encore d'une ampleur assez limitée pour parler d'un vrai retournement sur le marché du travail. Cela pourrait devenir le cas toutefois, si l'incertitude se prolonge et continue de peser sur l'activité. Les enquêtes suggèrent depuis plusieurs mois une baisse des anticipations d'embauche. Pour le moment, les entreprises suppriment les emplois à temps partiel et épargnent ceux à temps plein, mais une baisse plus généralisée de la demande de main-d'œuvre pourrait avoir lieu sur fond de capacités excédentaires.

Europe centrale et orientale, Asie centrale

Turquie : quelle reprise ?

La Turquie est une économie difficile à lire, car très flexible, à savoir que sa trajectoire économique est en *stop and go* depuis vingt ans et que les phases de récession sont suivies d'une reprise assez forte et rapide, comme cela avait été le cas en 2001 et 2008. Cela s'explique à la fois par la structure démographique jeune du pays (et donc par une forte réactivité de la consommation et du crédit dans les phases de reprise), mais aussi par la flexibilité du tissu de PME, prompts à bénéficier d'une plus forte compétitivité externe quand la monnaie se déprécie.

On retrouve cette fois encore le même schéma, après la dépréciation de la lire dans l'été 2018, mais avec moins d'amplitude que dans les cycles précédents : l'ajustement de la croissance va être plus limité cette année qu'on ne le craignait et le rebond en 2020 devrait également être moins net que dans les crises précédentes, avec une croissance que les analystes situent entre 1,5% et 2,5%, ce qui serait encore en dessous du potentiel à long terme du pays, estimé à 3,5%.

Cela justifie donc la politique active de baisse des taux que mène la Banque centrale pour

accompagner le redémarrage de l'activité qui est en train de se dessiner.

Reste à savoir si la Turquie va être capable cette fois d'éviter un rebond trop fort du crédit dans les mois à venir, qui se traduit en général très vite par une augmentation des importations et un creusement du déficit externe. Or, un des acquis positifs de la période d'ajustement que la Turquie vient de vivre est la forte réduction du déficit courant (on attend même un excédent pour cette année), ce qui a eu pour conséquence directe une réduction du besoin de financement annuel, ramené à 171 milliards de dollars, contre 202 Mds en 2018.

La tendance est favorable, mais le montant est encore élevé et suffisamment pour que cela reste un des risques majeurs dans ce pays, à savoir la dette en devises élevée du secteur privé. Reste que ce dernier possède aussi des dépôts en devises, ce qui limite le risque systémique en cas d'accident de liquidité. De plus, les ratios de renouvellement de la dette à court terme restent corrects.

✓ Notre opinion – *Le dernier trimestre donnera plus d'information sur l'amplitude de la reprise en 2020. Mais quoi qu'il en soit, la croissance turque va rester sous contraintes : financière, avec cette question de la dette en devises du secteur privé, mais aussi sociale (le taux de chômage est de 14,3%) et surtout géopolitique. Par ailleurs, la croissance à long terme ne pourra rester soutenue en l'absence de réformes structurelles qui sont attendues par les investisseurs.*

Hongrie : le bras de fer entre Bruxelles et Budapest se concrétise financièrement

Une première amende devrait tomber à l'encontre de la Hongrie pour mauvaise gestion des fonds structurels de développement européens. Le montant en cause est de 1,65 milliard de dollars et concerne l'enveloppe actuelle (2014-2020).

Un audit de l'UE sur les procédures d'encadrement des appels d'offres publics des pays membres classe la Hongrie comme le plus mauvais élève en terme de mise en place de processus de contrôle et de vérification. À titre d'exemple, en 2018, huit des

trente projets qui faisaient l'objet de corrections par la Commission européenne étaient hongrois.

Le gouvernement a accepté la proposition d'amende forfaitaire de Bruxelles, soit 10% de l'enveloppe totale octroyée au pays, plutôt qu'une étude détaillée dossier par dossier. Les modalités de règlement ne sont pas encore communiquées ; mais la somme représente, si elle est payée en une fois, environ 1,5% du PIB : de quoi déstabiliser les finances publiques et l'image du pays.

✓ Notre opinion – *Cette pénalité s'inscrit dans une démarche bien plus globale de la Commission européenne qui consiste à faire pression sur le gouvernement hongrois pour condamner les écarts répétitifs à l'État de droit, la transparence et l'indépendance des institutions. La politique autoritaire de V. Orban et les conflits sans cesse renouvelés avec l'UE ont déjà conduit la Commission à entamer une procédure de sanction (article 7) par suspension du droit de vote du pays aux instances de l'UE. Elle a peu de chance d'aboutir, car le vote à l'unanimité est indispensable et quasi impossible à obtenir, mais le « soft power » administratif et légal des institutions européennes commence à opérer. À défaut de pouvoir diminuer les enveloppes d'aides déjà votées, l'Europe donne d'une main et reprend de l'autre vis-à-vis de ce pays qui s'écarte fortement des valeurs démocratiques et institutionnelles de l'UE.*

Afrique du Nord, Moyen-Orient

Tunisie : Ghannouchi, chef du parti islamiste, nommé président du Parlement

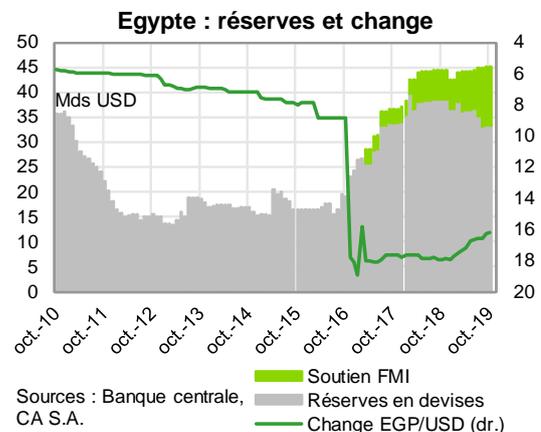
Rached Ghannouchi, chef du parti islamiste Ennahdha, arrivé en tête des élections législatives, a été nommé président du Parlement Tunisien. La vice-présidence a été attribuée à une députée du parti Qalb Tounès, parti arrivé deuxième aux législatives avec 17% des sièges. Qalb Tounès est le parti libéral de Nabil Karoui, homme d'affaires et

candidat malheureux de la présidentielle contre Kais Saïed, juriste sans parti, élu président de la République. Les deux partis, qui représentent 41% des sièges du Parlement, ont trouvé cet accord, alors qu'ils avaient mené des campagnes très antagonistes.

✓ Notre opinion – Cette répartition des postes au Parlement donne probablement une idée du futur gouvernement et de la répartition des portefeuilles ministériels. Une collaboration Ennahdha - Qalb Tounès, si elle se réalise, pourrait néanmoins irriter l'électorat et donner le sentiment d'un retour à la première coalition Ennahdha - Nidaa Tounès qui avait tant déçu les Tunisiens.

Égypte : la légère hausse des réserves soutient la valeur de la livre

Les réserves en devises se stabilisent à 45,3 Mds USD à fin octobre 2019. C'est un montant assez stable depuis un an. Celles-ci se décomposent en 11,9 Mds USD de soutien du FMI (le programme est arrivé à sa fin en juillet dernier) et 33,4 Mds hors soutien du FMI. Les réserves hors soutien du FMI ont donc baissé de 5 Mds USD en un an. Depuis quelques trimestres, on assiste à une certaine volatilité des arrivées d'investissements de portefeuille et des IDE.



✓ Notre opinion – L'effet positif du bon maintien des réserves en devises est que cela favorise la stabilité du change (voire son appréciation). Mais l'effet négatif corollaire est la hausse de la dette en devises. Cette dernière reste assez élevée pour le pays, puisqu'elle représente encore deux fois les recettes des exportations de biens et de services, au-delà du seuil d'alerte de 150%. En revanche, elle devait commencer à diminuer, si les améliorations de la balance commerciale se confirment en 2020.

Liban : baisse des réserves en devises et apparition d'un marché noir de la livre

Les réserves en devises de la Banque centrale ont baissé de 30,6 Mds USD à 29,3 Mds USD entre août et octobre 2019. La baisse a surtout accéléré entre août et octobre. Par ailleurs, la rareté de devises disponibles pour les particuliers et les entreprises auprès de leurs banques a entraîné l'apparition d'un marché parallèle de la livre libanaise. Cette dernière cote 1 800 par dollar au lieu de 1 512 selon le cours de change fixe du marché officiel. La décote s'établit donc à 16%. L'apparition d'un marché noir de la livre est tout à fait exceptionnelle au Liban. La Banque

centrale a réaffirmé qu'elle ne mettrait pas en place de contrôle des changes, mais a donné pour instruction aux banques de ne pas fournir de devises à la population, ce qui revient à mettre en place un contrôle des changes informel.

Cette situation commence à provoquer des pénuries de certains produits que les importateurs ne peuvent plus régler (essence). Le coût de la prime de risque (CDS à un an) atteint 43%.

✓ Notre opinion – Alors que les manifestations entrent dans leur quatrième semaine et que le blocage du pays commence à avoir des effets significatifs sur la vie quotidienne de la population, les difficultés à nommer un nouveau gouvernement, après la démission de Saad Hariri, illustrent l'antagonisme des forces politiques.

Afrique sub-saharienne

Une croissance économique résistante en Afrique sub-saharienne, malgré les incertitudes de la conjoncture internationale

Le Fonds monétaire international (FMI) prévoit une croissance du PIB plutôt stable pour l'année 2019. Elle s'attend à une croissance économique de 3,2% (comme en 2018), soit une performance inférieure de 0,3 point de pourcentage par rapport aux dernières prévisions. Elle table pour une croissance de 3,6% 2020.

Malgré un léger ralentissement de la croissance du PIB, ce résultat est plutôt positif. Plus de deux tiers des pays de la zone (notamment la Côte d'Ivoire, le Sénégal, l'Éthiopie, le Ghana) ont généré une croissance annuelle moyenne de 6%, alors l'économie mondiale est incertaine : la guerre commerciale entre Washington et Pékin, l'issue incertaine du *Brexit*, les menaces djihadistes, ce qui affecte les cours mondiaux du pétrole et des matières premières. Or, le secteur de l'agriculture représente un tiers du PIB de l'Afrique et emploie les deux tiers de sa population. Par ailleurs, la difficulté des pays de la région à instaurer des réformes efficaces est également identifiée par la Banque mondiale.

La divergence des trajectoires économiques africaines est forte. Ainsi, les taux de croissance de certains pays de la région sont plus faibles, soit une croissance moyenne de 2,5%. Une croissance toutefois insuffisante, compte tenu de la dynamique démographique de ces pays. À titre d'exemple, la croissance du secteur non pétrolier (secteurs de

l'agriculture et de la production manufacturière) est lente et fragile au Nigéria. De son côté, l'Afrique du Sud subit un déclin des investisseurs étrangers (en raison des coupures d'électricité et des incertitudes politiques). Quant à l'Angola, il rencontre des difficultés, avec un secteur pétrolier qui sous-performe depuis l'année 2014.

PAYS	PIB 2018 (%)	PIB 2019 (%)	PIB 2018 Mds USD
Afrique du Sud	0,8	0,7	368
Nigeria	2,8	2,5	203
Angola	-1,2	-0,3	106
Kenya	6,3	5,6	88
Ethiopie	7,7	7,4	80
Ghana	6,3	7,5	66
Côte d'Ivoire	7,4	7,5	43
Cameroun	4,1	4,0	39
Ouganda	6,1	6,2	28
Zambie	3,7	2,0	27
Sénégal	6,7	6,0	23
Zimbabwe	3,5	-7,1	21
Botswana	4,5	3,5	19
Gabon	0,8	3,0	17
Mali	4,7	5,0	17
TOTAL	4,3	3,6	1145

Source: Locales, Banque mondiale, FMI, Crédit agricole SA

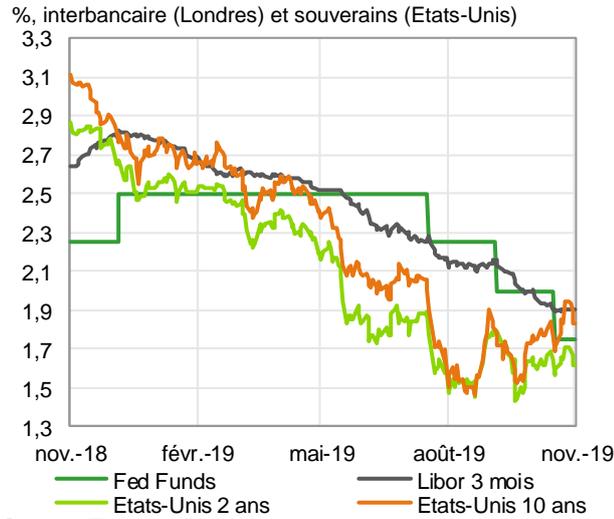
✓ Notre opinion – Compte tenu du contexte international perturbé, le maintien d'une bonne croissance du PIB est plutôt une bonne nouvelle pour l'Afrique sub-saharienne. Ces « bons » chiffres ne doivent toutefois pas faire oublier que la croissance mondiale ralentit et affecte également celle de la région. Des problématiques intérieures doivent faire l'objet d'une attention particulière. Plusieurs sujets peuvent être identifiés :

- 1 - La faiblesse de la gouvernance accompagnée d'une corruption endémique et de l'opacité des institutions ont de forts effets négatifs sur les comportements des investisseurs étrangers.
- 2 - La mauvaise qualité des infrastructures énergétiques entraîne des ruptures totales ou partielles dans la distribution d'électricité. Ceci nuit gravement au développement de l'activité économique notamment industrielle et commerciale.
- 3 - Des inégalités sociales persistantes où une grande partie de la population vit dans la pauvreté (54% de la population vit avec moins de 1,90 dollar par jour) et où un nombre important souffre du manque d'accès à l'éducation. Par ailleurs, l'Afrique sub-saharienne est l'une des régions du monde où un très grand nombre de femmes n'est pas intégré à la société. Selon la Banque mondiale, le taux de chômage des femmes est de 6,5% en 2019 pour une moyenne mondiale de 5,4%. Le rapport d'Africa's Pulse a d'ailleurs préconisé une économie inclusive, faisant davantage participer les femmes au service de l'économie, afin d'assurer une croissance plus pérenne (promouvoir l'accès à l'éducation et les aider à faire valoir leurs droits).
- 4 - Les menaces djihadistes pèsent sur le budget des États. Le Mali consacre, par exemple, 4% de son PIB pour son armée.

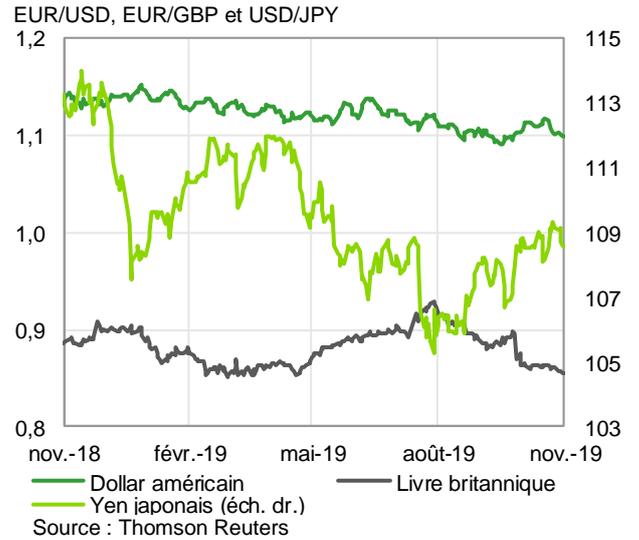
Il semble donc urgent de programmer des réformes afin de répondre à ces enjeux, ce qui permettrait d'atténuer les effets négatifs d'un environnement extérieur actuellement moyennement porteur.

Tendances à suivre

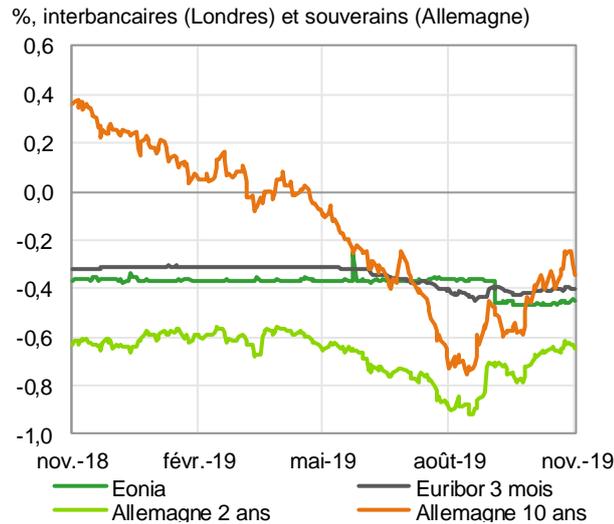
Taux d'intérêt en dollar américain



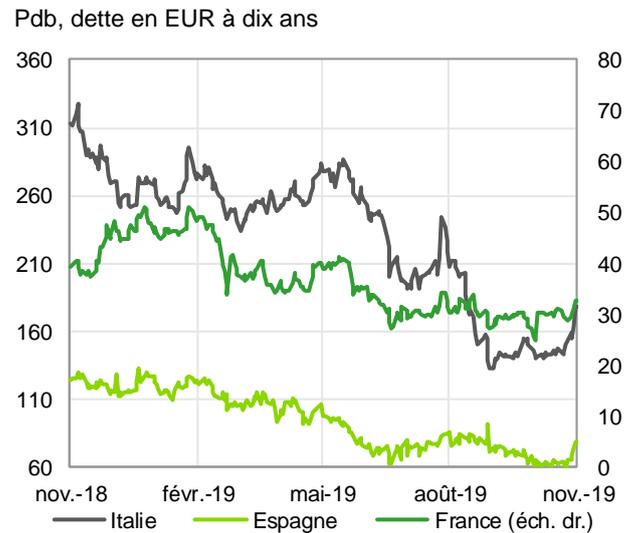
Taux de change des principales devises



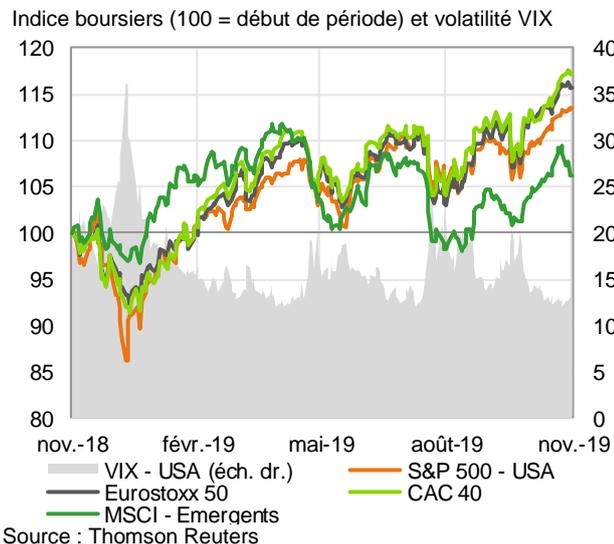
Taux d'intérêt en euro



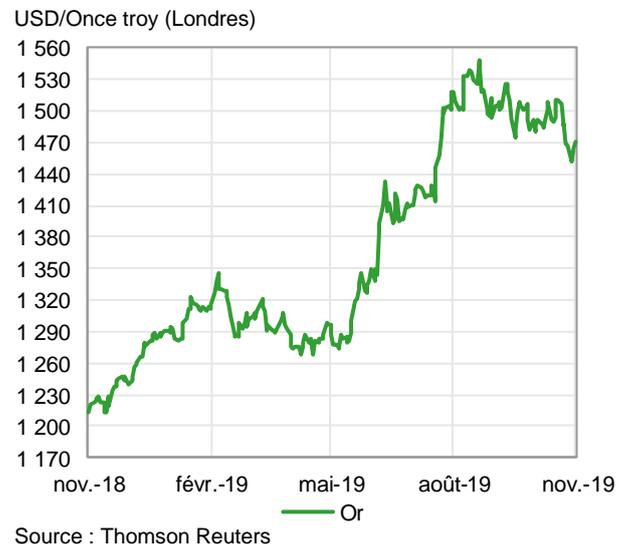
Spreads souverains européens avec le Bund



Marché actions

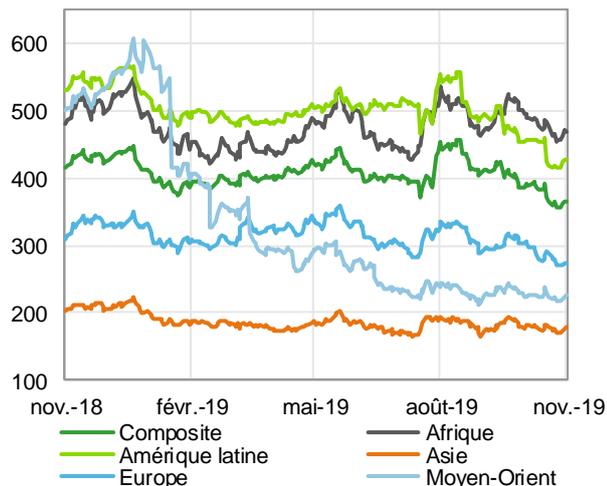


Cours de l'once d'or



Spreads souverains émergents avec le T-Bond

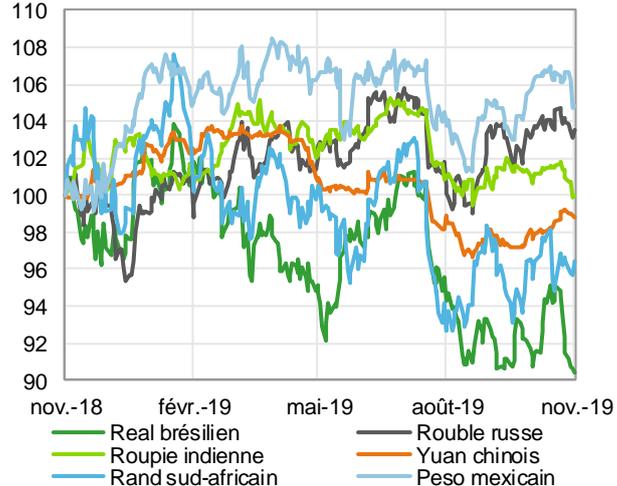
Indices EMBI+ (pdb, dette en USD de plus d'un an)



Source : JP Morgan

Devises émergentes

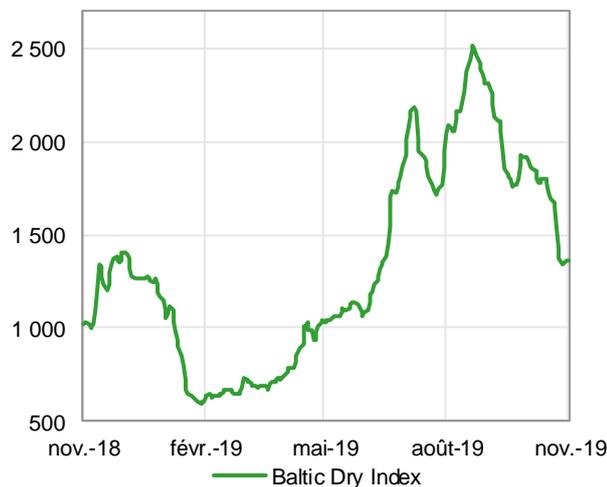
/USD (indice 100 = début de période)



Source : Thomson Reuters

Coût du transport maritime de vrac sec

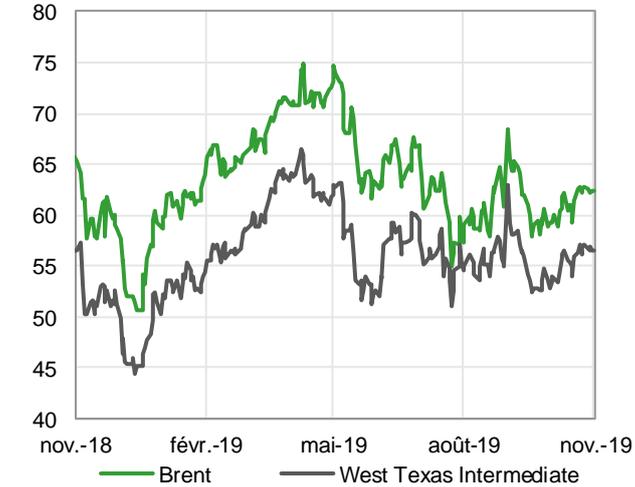
Baltic Dry Index (USD/point)



Source : Baltic Exchange

Cours du baril de pétrole brut en USD

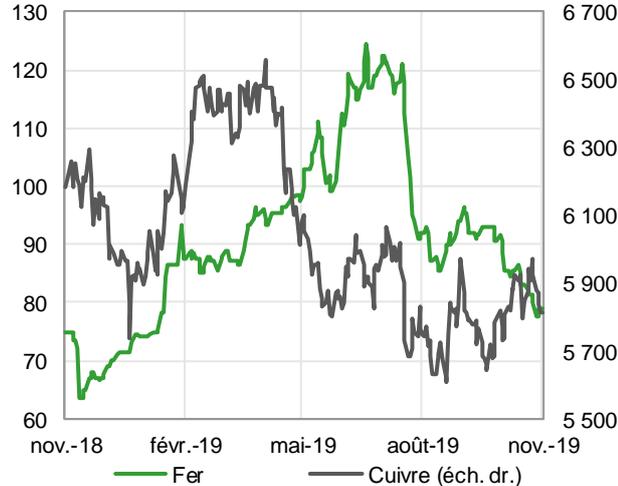
Brent (mer du Nord) et WTI (golfe du Mexique)



Source : Thomson Reuters

Cours des métaux

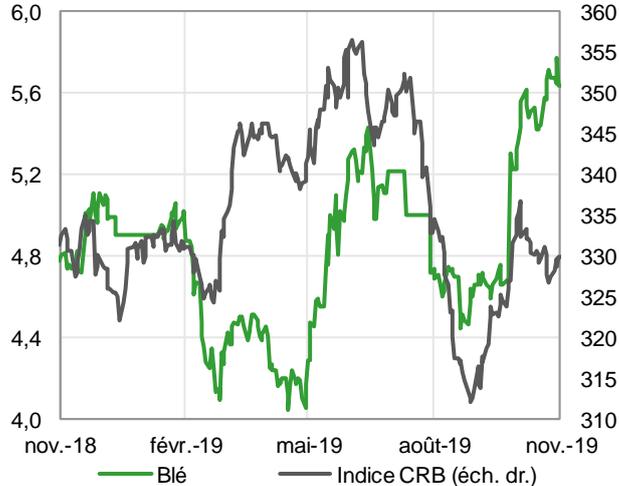
USD/tonne métrique



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 – 9 octobre 2019

Une fragile ligne de flottaison

Prévisions économiques & financières

Date	Titre	Thème
08/11/2019	Monde – L'actualité de la semaine	Monde
08/11/2019	<u>Italie – Conjoncture : bilan macroéconomique</u>	Italie
07/11/2019	<u>Allemagne – Situation budgétaire</u>	Allemagne
06/11/2019	<u>Liban : un Printemps arabe à retardement</u>	Liban
04/11/2019	<u>PRISME – L'analyse de la conjoncture et de l'actualité agricole et agroalimentaire du Crédit Agricole</u>	Agri-Agro
31/10/2019	<u>Podcast - Brexit : sortira-t-on de l'impasse ?</u>	Brexit
30/10/2019	<u>France – PIB T3, une croissance stable, toujours portée par la demande intérieure</u>	France
29/10/2019	<u>Italie – Immobilier résidentiel</u>	Italie, immobilier
25/10/2019	Monde – L'actualité de la semaine	Monde
25/10/2019	<u>Espagne – Scénario 2019-2020 : un freinage contrôlé ?</u>	Espagne
23/10/2019	<u>France – Travail temporaire, tendances à fin octobre 2019</u>	France, sectoriel
22/10/2019	<u>Pologne, nouveau succès des conservateurs</u>	Pologne
18/10/2019	<u>Allemagne – Scénario 2019-2020 : Perspectives au T3-2019</u>	Allemagne

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 LÉBOUGRE

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 : 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.