

Perspectives

Hebdomadaire – N°19/213 – 6 décembre 2019

MONDE – L'actualité de la semaine

👉 Des marchés désorientés et impatientes ?

Une semaine curieuse à l'issue de laquelle les marchés nous livrent une photographie étrange, produit d'évolutions a priori contradictoires. Comment expliquer que les marchés se soient, au cours de la semaine écoulée, « mal » comportés à l'exception notable de leurs segments les plus « exotiques » ? Seuls les marchés du crédit et les actions émergentes se distinguent favorablement alors que les taux des souverains de très grand standing (Allemagne, États-Unis) et les marchés actions développés sont emportés dans un mouvement de repli et que les primes des pays *core* ou *semi core* de la zone euro sont quasiment stables. Un mouvement baroque donc où apparaît un soupçon d'appétit pour le risque qui pénalise clairement les actifs sûrs, mais ne profite qu'aux segments les plus délicats, tout évitant les grands marchés auxquels habituellement il profite.

Les marchés, alors que la fin d'année n'est habituellement pas propice à la prise de gros paris, semblent prendre leurs profits sur les marchés actions ayant affiché cette année de très belles performances. Depuis le début de l'année, l'Eurostoxx 50 et le S&P 500 ont respectivement progressé de 22,5% et 24,4%, alors que le CAC 40 grimpait de 23,5%. Ces hausses supérieures à 20% sont à rapprocher de celle de l'indice actions émergentes « limitée » à 8%.

Les marchés semblent également perplexes (perplexité légitime) face à un flot nourri d'informations politiques et économiques, aux messages parfois difficiles à réconcilier. Les nouvelles (ou plutôt les rumeurs) relatives à la guerre commerciale n'invitent pas à l'optimisme, avec un durcissement de la position (Pékin souhaitant apparemment une réduction des tarifs et non le simple gel des tarifs au niveau déjà atteint), alors que l'administration américaine est toujours belliqueuse. En témoignent les taxes imposées à la France en réponse à la taxe sur les GAFA : bien que non significatives du pur point de vue macro-économique (0,4% du total des exportations françaises), cela montre clairement que les États-Unis sont disposés à ouvrir un nouveau front dans la guerre commerciale.

Dans ces conditions, pourquoi vendre les actifs ultra sécurisés ? Un piste d'explication se loge dans la publication de données économiques plutôt rassurantes en provenance d'Asie. L'indice PMI chinois est sorti plus solide que prévu par un consensus pessimiste et signale une possible stabilisation du PIB au 4^e trimestre. Dans la zone euro, l'inflation est également plus forte que prévu. À ces bonnes nouvelles s'oppose le PMI américain en recul (à 48,1), inférieur au consensus (49,4) et signalant une contraction de l'activité. Les nouvelles commandes et les exportations se replient significativement : l'enquête signale l'impact négatif des tensions commerciales sino-américaines. Mais l'indice du secteur des services, bien qu'il recule (53,9), continue d'indiquer une croissance de l'activité. Par ailleurs, la publication des chiffres sur l'emploi continue de signaler la robustesse du marché du travail (taux de chômage à 3,5% en novembre) et la progression assez vive des salaires (3,1% en glissement annuel).

Une fin d'année marquée par une image conjoncturelle contrastée qui, dans une atmosphère lourde, plombée par les doutes croissants quant à l'issue favorable des négociations commerciales entre la Chine et les États-Unis (toujours prêts à « en découdre »), justifie à la fois la perplexité des marchés.

☞ Zone euro : PMI stable en novembre.....	2
☞ Allemagne : la croissance du dernier trimestre s'annonce plombée par le secteur industriel.....	3
☞ Allemagne : peu de chance que le changement de gouvernance du SPD remette en cause la « grande coalition ».....	3
☞ Russie : « les robinets sont ouverts ».....	5
☞ Corée du Sud : vers un rythme de croissance plus modeste.....	6
☞ Israël : la Banque centrale lutte contre l'appréciation du shekel.....	7
☞ Bahreïn : réformes cosmétiques malgré l'aide externe conditionnée.....	7
☞ Éthiopie : la nouvelle usine du monde ?.....	8

Zone euro

Zone euro : PMI stable en novembre

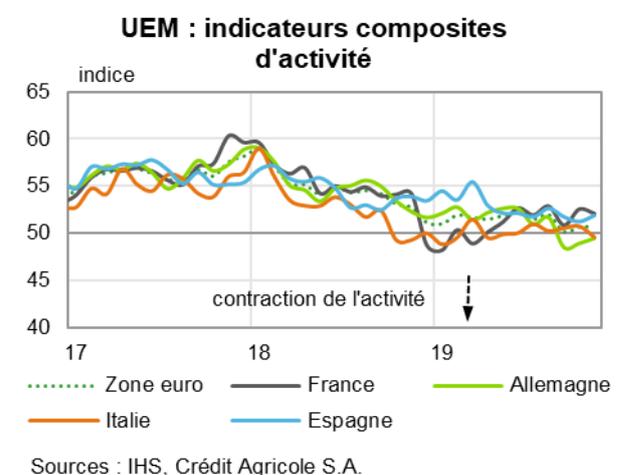
Le PMI composite de la zone euro ressort stable en novembre par rapport à octobre (50,6) et s'est amélioré par rapport à l'estimation flash (50,3). Le niveau reste tout de même parmi les plus bas depuis six ans et demi. L'activité en France et en Espagne se maintient en expansion, tandis qu'en Allemagne (en amélioration par rapport à octobre) et en Italie, l'activité est en contraction. En Allemagne le repli de l'activité perd en vigueur, alors qu'en Italie il s'agit de la première contraction en six mois.

Dans le secteur des services, les directeurs des achats signalent toujours une progression de l'activité en zone euro. L'indice s'améliore en Allemagne et en Espagne ; il recule en Italie et en France, mais signale toujours une expansion de l'activité. Les perspectives d'emploi sont toujours encourageantes pour le secteur.

La croissance de la construction dans la zone euro est restée faible en novembre, une nouvelle baisse de l'activité en Italie ayant presque compensé la croissance en Allemagne, alors que l'activité de construction en France est restée globalement stable. Dans l'ensemble, la croissance des nouvelles commandes a été la plus rapide en neuf mois, tandis que les effectifs ont augmenté à un rythme soutenu.

L'Indice PMI pour l'industrie manufacturière de la zone euro s'amélioré de 45,9 en octobre à 46,9,

mais indique que le secteur est encore un frein pour la croissance de l'économie. Les nouvelles commandes et l'emploi ont progressé par rapport à octobre, mais se situent encore à de bas niveaux. Des huit économies couvertes par l'enquête, la Grèce et la France sont les seules à signaler une expansion de leur secteur manufacturier en novembre. L'Allemagne signale un redressement de son indice à un plus haut de cinq mois, mais le niveau est très loin de l'expansion (44,1 en octobre). En Italie, la conjoncture du secteur manufacturier a affiché sa plus forte dégradation mensuelle depuis huit mois.



 **Notre opinion** – Les enquêtes de novembre signalent une croissance de 0,1% pour le T4 en zone euro, plus faible que nos prévisions de 0,2% en variation trimestrielle.

Allemagne : la croissance du dernier trimestre s'annonce plombée par le secteur industriel

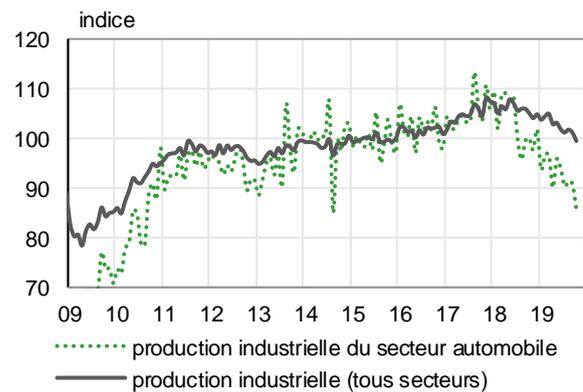
Les chiffres de la production industrielle allemande hors énergie et construction ont de nouveau déçu avec une baisse inattendue de 1,7% sur le mois d'octobre, après une chute de 1,3% en septembre. Le recul massif de la production en biens d'équipement (-4,4% sur le mois) est à l'origine de ce déclin, tandis que la production en biens intermédiaires et en biens de consommation soutient l'activité globale avec des progressions de respectivement 0,1% sur le mois et 0,3%.

En dehors de l'industrie, la production dans la construction a également diminué (-2,8%) et la production d'énergie a augmenté de 2,3%. L'indice de production atteint son plus bas niveau depuis août 2014 et laisse derrière lui un acquis de croissance négatif de 2,3% pour le dernier trimestre de l'année, annonçant des perspectives de croissance bien inférieures à celles observées au T2, précisément là où le pays a enregistré un recul de sa croissance trimestrielle.

Les commandes industrielles ont accusé un recul de 0,4% sur le mois d'octobre, après une hausse de 1,5% le mois précédent. Cette chute résulte essentiellement des commandes domestiques (-3,2%), tandis que les commandes étrangères ont augmenté (+1,5%) notamment sous l'impulsion de la demande des pays de la zone euro. Les commandes en biens intermédiaires et en biens de consommation ont

insuffisamment progressé pour compenser le repli des commandes en biens d'investissement, plombant les attentes des industriels. Les commandes en produits pharmaceutiques se sont fortement redressées et redeviennent positives en rythme annuel. Les commandes de véhicules ont cependant replongé en territoire négatif, en dépit du sursaut observé les derniers mois. Les commandes en produits chimiques et celles en machines et équipement sont toutefois des plus préoccupantes et ne montrent aucun signe d'amélioration.

Allemagne : production industrielle



Sources : FSO, Crédit Agricole S.A.

Notre opinion – *Le secteur industriel allemand continue de pâtir d'une demande plus faible et guidée par les inquiétudes d'une croissance mondiale en berne et soumise à de multiples aléas. Les reculs prolongés de la production industrielle et des commandes font craindre une croissance du PIB particulièrement faible au T4, si les services poursuivent leur ralentissement et si les commandes ne se redressent pas à des rythmes soutenus.*

Allemagne : peu de chance que le changement de gouvernance du SPD remette en cause la « grande coalition »

La classe politique allemande est de nouveau en ébullition après l'élection du binôme représentant la nouvelle direction du parti social-démocrate allemand (SPD). Au terme de plusieurs conférences dans différentes régions, deux binômes restaient en lice pour un dernier vote des membres du parti (425 000 personnes). Ceux-ci ont voté à 53% pour le duo formé de Saskia Esken et Norbert Walter-Borjans, contre 45% ayant préféré Olaf Scholz et Klara Geywitz. Or, c'est précisément le premier duo que les conservateurs redoutaient, car il représente la frange la plus à gauche du parti et surtout celle partisane d'une remise en cause de la participation du SPD à l'actuelle coalition.

Ces résultats suscitent la crainte de voir le SPD menacer son partenaire conservateur de rupture de la coalition ou d'une tentative de renégociation profonde de l'accord préalablement conclu. Ce risque pourrait conduire à l'éclatement de la coalition et signifierait une fin de mandat prématurée pour la

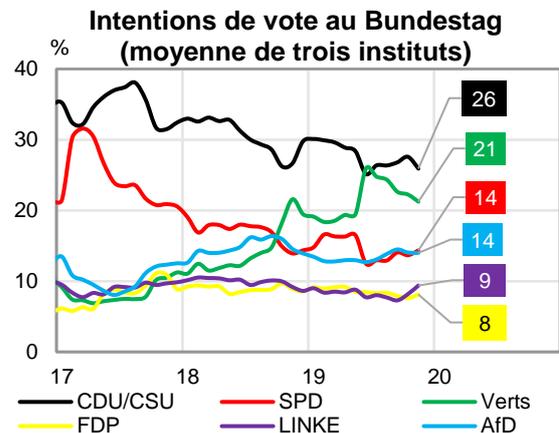
chancelière. Toutefois, ce risque semble néanmoins limité pour plusieurs raisons. Tout d'abord, au sein même du SPD, les divergences sont nombreuses sur la question de la participation du parti à la coalition et les délégués eux-mêmes n'ont pas encore tranché cette question qui sera fixée lors du congrès annuel du parti du 6-8 décembre. Ensuite, la crédibilité même du parti est remise en cause par les résultats des dernières élections régionales et des intentions de vote sans cesse revues à la baisse dans les sondages. Le SPD est aujourd'hui crédité d'à peine 14% dans les sondages, bien loin des 21% obtenus en 2017. Le parti est aujourd'hui relégué à la troisième place derrière les Verts (21% des intentions), au coude-à-coude avec l'Afd (14%).

De son côté, l'Union des conservateurs (CDU/CSU) est également en perte de vitesse (26% contre 33% en 2017), même si elle demeure le premier parti du pays. En l'état, de nouvelles élections conduiraient donc à une déroute des deux partis de la coalition

avec des pertes de représentativité au Bundestag. Seul, le parti des Verts, qui progresse de 12 points comparativement aux dernières élections, serait le grand gagnant. Celui-ci deviendrait un acteur incontournable dans l'élaboration d'un futur gouvernement, car seule une coalition « Jamaïque », composée des conservateurs de la CDU/CSU, des libéraux du FDP et des Verts permettrait d'atteindre la majorité parlementaire au Bundestag. Une coalition CDU/CSU et des Verts serait insuffisante pour atteindre les 50%, tout comme une alliance des partis de gauche (SPD, Linke et les Verts).

La constitution d'un nouveau gouvernement aurait bien du mal à émerger, car l'option d'une coalition Jamaïque déjà explorée en 2017 avait avorté faute de compromis satisfaisant entre les partis. Enfin, la conduite d'un gouvernement minoritaire par la CDU/CSU resterait, dans tous les cas, possible ; mais handicaperait le pays dans les réformes qui lui reste à mener, car les partis d'opposition joueraient la carte de la négociation permanente pour valider tous textes législatifs. Il est donc vraisemblable de croire que cette nouvelle crise politique se résolve au travers de quelques aménagements à l'accord de coalition actuel, sans passer par une remise à plat complète de celui-ci. Les revendications des

nouveaux leaders du SPD portent sur des dépenses supplémentaires en matière d'investissement en infrastructures, de protection du climat, ainsi qu'une hausse du salaire minimum de 9,20 € à 12 € de l'heure. Pour que de telles concessions soient envisageables, l'Union des conservateurs exigera probablement en retour davantage d'allègements fiscaux. Une équation difficile à résoudre, sans remettre en cause l'orthodoxie budgétaire jusque-là menée.



Sources : Forsa, Infratest dimap, INSA, Crédit Agricole S.A.

Notre opinion – Le parti social-démocrate demeure plus que jamais divisé sur sa participation au gouvernement et sa crédibilité est fortement remise en cause dans les sondages. La possibilité de fixer de nouveaux objectifs apparaît être une porte de sortie, mais l'Union des conservateurs est peu encline à transiger sur de nouvelles dépenses publiques après les concessions faites sur la retraite de base. Le manque d'alternative crédible à la « Groko », et la crainte d'un gouvernement minoritaire au moment où l'Allemagne s'apprête à prendre la présidence tournante du Conseil de l'UE pousse pourtant à trouver une issue acceptable pour tous. La voie du compromis sera encore une fois tortueuse et amère, pour éviter le chaos politique de nouvelles élections ou la paralysie législative d'un gouvernement minoritaire. Dès lors, le soutien budgétaire allemand tant attendu pour une relance européenne semble illusoire, d'autant que la croissance économique du pays se réduit comme peau de chagrin.

Europe centrale et orientale, Asie centrale

Russie : « les robinets sont ouverts »...

C'est la déclaration d'Alexeï Miller lors de l'inauguration, la semaine dernière, du gazoduc « *Power of Siberia* », qui doit délivrer à la Chine 38 Mds de m³ à sa pleine capacité en 2025. Certes, le gaz ne représente que 8% du *mix* énergétique chinois, mais ce pourcentage est en hausse. Et surtout, c'est un signal géo-économique essentiel dans un monde où les cartes sont en train d'être rebattues.

Du côté chinois, la relation gazière avec la Russie s'inscrit dans un objectif stratégique de diversification des sources d'approvisionnement, déjà mis en œuvre avec des livraisons venant du Turkménistan et de Birmanie. Le gazoduc venant du Turkménistan a été un des points d'entrée en Asie centrale pour la Nouvelle Route de la Soie. Cette politique de diversification explique aussi la montée en charge des contrats de gaz naturel liquéfié (GNL) avec l'Australie, l'Indonésie ou le Qatar. Enfin, c'est encore ce principe-clé de diversification qui oriente, dans la mesure du possible, les importations pétrolières. Rappelons que la Chine, contrairement aux États-Unis, est loin de son autonomie énergétique.

Certes, le Moyen-Orient reste la première zone de fourniture pétrolière chinoise, et d'une façon générale, les importations sont encore assez concentrées (cinq pays représentent les deux tiers du pétrole chinois importé - Arabie saoudite, Angola, Iran, Russie et Oman). Cependant, la part du Moyen-Orient dans les achats énergétiques de Pékin baisse. À l'inverse, les relations entre la Chine et l'Irak se sont développées, que ce soit pour les importations, mais aussi pour les investissements chinois en Irak. Les importations issues d'Amérique latine augmentent aussi. Et évidemment, cette nécessité de diversifier pousse les Chinois dans les bras des Russes.

Tout cela n'est pas sans impact politique dans un monde où plus rien n'est stable ! En effet, on s'attendait il y a quelques années à ce que la dépendance énergétique chinoise depuis les années 90 (date à laquelle le pays devient importateur net) pousse Pékin à s'affirmer géopolitiquement au Moyen-Orient. Or ce n'est pas aussi clair, la stratégie chinoise étant là aussi orientée vers la diversification des partenaires.

Certes, le Moyen-Orient est de plus en plus important pour la politique internationale de Pékin, et c'est l'une des zones où les investissements de la Nouvelle Route de la Soie s'accroissent vite sur les dernières années (bien qu'en montant global, cela reste encore une zone

secondaire d'investissements). On sait depuis longtemps aussi que la relation Chine-Arabie saoudite a pris un profil « *win win* » sur le modèle de ce que veut promouvoir Pékin comme nouvelle norme internationale. Ainsi, les entreprises de construction chinoises jouent un rôle important au royaume, en échange de quoi, ce dernier construit des raffineries en Chine, sans que la question des droits de l'homme ne vienne parasiter la négociation. Et cette relation n'empêche pas Pékin de travailler avec l'Iran...

L'enjeu portuaire est également marqué au Moyen-Orient, comme dans toutes les zones traversées par les investissements chinois. Ainsi, le port de Dubaï est devenu un point logistique important pour la Chine, dont plus de 200 000 ressortissants vivaient aux Émirats. Et que dire de l'Égypte, si l'on précise que les voyages du président Sissi ont été plus nombreux à Pékin qu'à Washington. Sans compter Israël, qui est tout aussi discrètement de la partie chinoise, Pékin participant à l'aménagement des ports d'Ashdod et Haïfa.

Mais du côté russe aussi, la question de la diversification stratégique se pose pour la politique énergétique, avec une dimension géo-économique essentielle. Ainsi, même si le poids des exportations de Gazprom vers l'Europe marque le profil des échanges russes, le Kremlin cherche à se diversifier, car l'Europe elle-même veut diminuer sa dépendance vis-à-vis de Moscou. C'est dans cette optique que la question du *Power Of Siberia* est importante, dont la construction dans les temps qui avaient été annoncés est à souligner, pour un pays qui peine d'ordinaire à mener sans retards ses grands travaux d'infrastructure...

Quant à la question du GNL comme source de diversification, c'est tout aussi vrai pour les Russes, dont la moitié de la production est déjà exportée vers le Japon et la Corée. En avril dernier, le ministre de l'Énergie a déclaré que la part de marché globale dans ce secteur pourrait passer de 6% en 2018 à près de 20% dans quinze ans. C'est d'ailleurs cet objectif ambitieux qui a poussé le gouvernement à libéraliser partiellement les exportations en 2013, permettant à Novatek de prendre une position centrale (et sans surprise, d'être sur la liste des sanctions américaines !). Pour la Russie, le GNL apporte moins de devises au budget que les autres sources d'énergie, mais c'est une promesse de développement local pour les régions de Mourmansk, Yamal et Yakoutie. Et c'est un moyen puissant de développer les relations économiques et diplomatiques.

 **Notre opinion** – Cette inauguration marque bien plus que le début d'un échange gazier. C'est un signal de géo-économie important, qui s'inscrit dans une politique de diversification énergétique de la Chine comme de la Russie et, plus largement encore, comme le déploiement d'une nouvelle géo-économie de l'énergie dans la région.

Asie

Corée du Sud : vers un rythme de croissance plus modeste

L'économie sud-coréenne a crû de seulement 0,4% au troisième trimestre 2019. Ce moindre dynamisme, rapporté à la tendance historique, s'explique par une faible croissance de la consommation privée (+0,1% par rapport au deuxième trimestre), une moindre hausse des dépenses publiques (+1,2%) et une forte contraction dans le secteur de la construction (-5,2%). La demande extérieure pour les biens et services coréens semble, en revanche, gagner en vigueur avec une hausse de 1,8% par rapport au troisième trimestre de l'année 2018, mais la prévision dans ce domaine va beaucoup dépendre des effets de la guerre commerciale sino-américaine, ainsi que de la relation avec le Japon.

La prévision de croissance du PIB de la Banque centrale de Corée pour l'année 2019 a donc été ramenée de 2,2% à 2%. Ce chiffre constitue encore cependant la limite haute des estimations qui, pour la plupart, envisagent une progression légèrement inférieure entre 1,8% et 1,9%. Pour 2020, la Banque centrale a aussi réduit ses anticipations de 2,5% à 2,3%, ce qui préfigure donc la croissance cumulée sur deux ans la plus faible depuis 1954. Le contexte international obscurci par les tensions commerciales et la faiblesse du marché mondial des semi-conducteurs continue de peser sur l'essor du pays très exportateur. Mais pour l'instant, le principal frein semble provenir aujourd'hui de faiblesses internes, qui ne sont pas toutes conjoncturelles. C'est bel et bien la question du « modèle coréen » qui va peu à peu se poser.

Le président de centre-gauche, Moon Jae-in, élu en 2017 a mené depuis une politique de la demande visant à encourager la croissance du marché intérieur. De plus, les dépenses publiques ont sensiblement augmenté et leur progression devrait se poursuivre en 2020. Enfin, le marché du travail a été profondément réformé, avec une hausse du salaire minimum horaire de 29% entre 2017 et 2019 et une réduction de la durée légale maximale du travail à 52 heures par semaine.

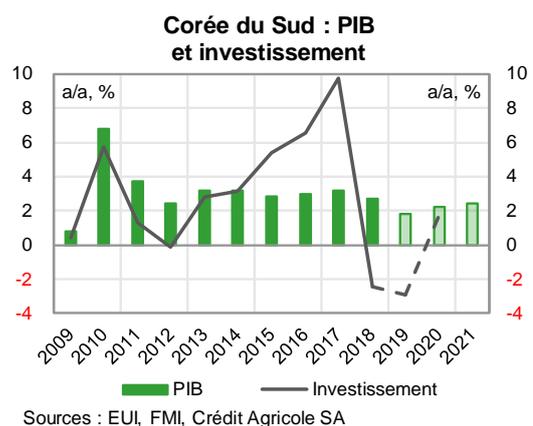
Pourtant, cette stratégie ne semble pas porter ses fruits en matière de soutien de la croissance. La hausse de la consommation des ménages pour 2019 est anticipée à 2%, soit le chiffre le plus faible des cinq dernières années, tandis que l'investissement se contracte significativement (-2,9%). Si le chômage demeure stable, légèrement inférieur à 4%, les créations d'emploi en 2019 ont été portées par le secteur public, tandis que les petits commerces et les petites et moyennes entreprises

semblent avoir des difficultés à s'ajuster aux nouveaux niveaux salariaux.

Dans ce contexte, le parti du président en exercice semble encore aujourd'hui le vainqueur probable des élections législatives de mi-avril, mais les résultats mitigés de la politique menée jusqu'à maintenant vont sans doute imposer une inflexion vers une politique plus attentive aux problèmes économiques de fond de l'économie coréenne.

En effet, le pays est confronté à de nombreux défis qui pèsent sur sa croissance potentielle pour les années à venir. Tout d'abord, la nécessaire expansion du marché intérieur passe par une profonde modification du tissu productif coréen, aujourd'hui encore dominé par les conglomérats (*Chaebols*). Une politique visant à accroître le degré de concurrence et protégeant les PME est donc un impératif, afin de favoriser l'innovation et les gains de productivité, donc la croissance potentielle du pays. Cela permettrait aussi de stabiliser l'emploi et c'est primordial dans un contexte d'importantes inégalités (parmi les plus élevées de l'OCDE) et de forte segmentation du marché du travail, avec des emplois stables dans les grands groupes et le secteur public, mais une précarité croissante pour le reste du secteur privé. Cette polarisation, qui affecte surtout les jeunes entrant sur le marché du travail, a pour conséquence un taux de chômage deux fois et demi plus élevé (10,4%) pour les quinze-vingt-neuf ans.

Désavantager les futurs employés représente, en effet, une menace importante pour l'essor de l'économie coréenne, dans un contexte de vieillissement de la population (un enfant par femme en moyenne depuis 2000).



Notre opinion – Si l'économie sud-coréenne a crû en moyenne d'environ 4% par an dans les années 2000, puis de 3% par an dans les années 2010, il est probable que pour les années à venir la tendance de croissance du PIB se réduise à un peu plus de 2% par an. Ce rythme demeure cependant élevé, comparé aux pays disposant du même niveau de richesse. En outre, avec une balance courante largement positive, un niveau d'endettement public faible, l'économie coréenne demeure robuste et possède une marge de résilience aux chocs externes. Mais la question du modèle de croissance se pose désormais et va certainement marquer de plus en plus les équilibres politiques, sociaux et économiques.

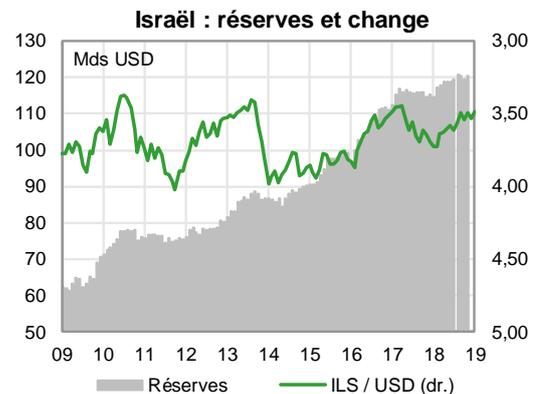
Afrique du Nord, Moyen-Orient

Israël : la Banque centrale lutte contre l'appréciation du shekel

Le shekel s'apprécie régulièrement sur le marché des changes : la monnaie israélienne a atteint le cours de 3,48 pour un dollar, alors qu'il s'établissait à 3,72 en début d'année, soit une hausse de 7% en onze mois. La forte hausse des réserves en devises qui sont passées de 96 à 120 Mds USD en moins de trois années et qui ont encore progressé de 5% depuis le début de 2019 est la raison principale des pressions à la hausse sur le shekel. Les réserves représentent le niveau élevé de dix-neuf mois d'importations. Compte tenu des excédents courants réguliers de la balance des paiements, en moyenne de 3% du PIB depuis dix ans et des perspectives favorables lorsque les champs gaziers off-shore seront en pleine exploitation, cette tendance devrait se poursuivre.

Généralement peu interventionniste, la Banque centrale a récemment décidé de racheter des devises sur les marchés afin de contenir cette hausse. Comme beaucoup d'économies développées actuellement, la Banque d'Israël envisagerait également de passer à

des taux négatifs en 2020 afin de lutter contre une trop forte appréciation de sa monnaie. Actuellement, le taux directeur est à 0,25%, alors que l'inflation moyenne depuis le début de l'année 2019 s'établit à 0,9%. Un taux négatif aurait pour effet de la rendre moins attractive sur les marchés.



Sources : Reuters, Crédit Agricole S.A.

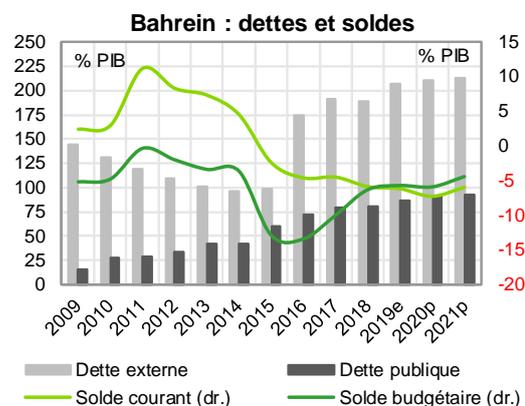
Notre opinion – Depuis plusieurs années, les autorités monétaires israéliennes luttent, avec un succès relatif, contre une trop forte appréciation de la monnaie qui affecte la compétitivité des exportations. Effectivement, depuis trois ans, la hausse des importations de biens de consommation et les effets de la hausse du shekel sur les exportations ont détérioré la balance commerciale, qui a creusé son déficit à plus de 5% du PIB en 2018. Cette année, le déficit commercial devrait rester supérieur à 18 Mds USD, soit 4,7% du PIB, malgré une baisse des importations. Le risque macro-économique de perte de compétitivité change ne devrait pas s'atténuer au cours des prochaines années, mais il est bien pris en compte par la Banque centrale qui reste très réactive.

Bahreïn : réformes cosmétiques malgré l'aide externe conditionnée

En proie à des difficultés économiques toujours fortes, le royaume de Bahreïn bénéficie depuis quelques mois de l'aide des pays du Golfe voisins lui ayant permis d'éviter un défaut sur sa dette externe. De 10 Mds USD, soit 27% du PIB, cette aide financière est très élevée et a contribué à améliorer un peu la liquidité du pays, puisque les réserves en devises devraient atteindre 2,5 Mds USD à la fin de l'année, soit 1,6 mois d'importations, un niveau très faible néanmoins.

En revanche, l'amélioration des grands équilibres macro-économiques tarde à se concrétiser, en partie en raison d'une croissance du PIB qui va rester très contrainte en 2019 à cause du plafonnement de l'OPEP. Cette année, le PIB ne devrait progresser que de 1,8%, ce qui va en partie contribuer à laisser les déficits jumeaux à des niveaux élevés (à environ 6% du PIB chacun pour les déficits courant et budgétaire).

Le surendettement externe (deux fois le PIB) et public (87% du PIB en 2019) devrait donc progresser encore entre 2019 et 2021.



Sources : Banque centrale, EIU, Crédit Agricole S.A.

Notre opinion – Les réformes fiscales destinées à réduire significativement les déficits jumeaux sont encore cosmétiques, puisque seule la mise en place d'une TVA (5%) est programmée pour 2020. La loi de finances 2020 ne prévoit pas de mise en place d'un impôt sur les sociétés ou d'un impôt sur le revenu, mais l'accès au marché de la dette s'est ré-ouvert en 2019, après l'aide de pays de l'Arabie et des Émirats.

Afrique sub-saharienne

Éthiopie : la nouvelle usine du monde ?

L'Éthiopie affiche les meilleures performances de croissance en Afrique depuis dix ans (croissance du PIB de 9% en moyenne). Cette performance repose quasi-exclusivement sur une politique ambitieuse d'investissements publics dans les infrastructures, politique déclinée dans des plans quinquennaux. M. Abiy Ahmed, le Premier ministre, a dévoilé des plans visant à révolutionner le secteur manufacturier du pays. Ce programme pourrait amener une croissance du PIB de 11% par an en moyenne pour les dix prochaines années. Cela permettra de créer un nombre conséquent d'emplois. Effectivement, la création des parcs industriels, prévue au nombre de trente d'ici 2025, devrait permettre de générer plus de 270 000 emplois.

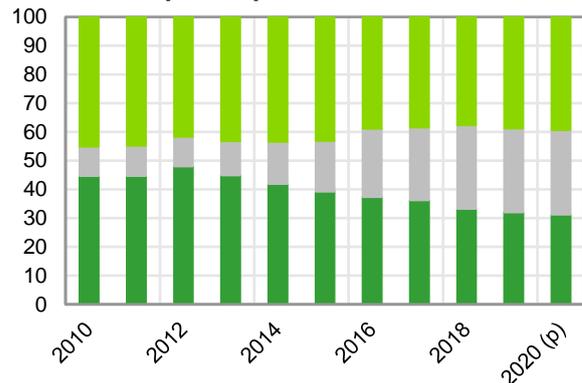
Cependant, les créations d'emplois sont faites au détriment d'une main-d'œuvre bon marché. Les ouvriers sont payés 26 dollars par mois en moyenne, contre 95 dollars au Bangladesh ou encore 326 dollars en Chine, ce qui demeure insuffisant pour la grande majorité des travailleurs.

Par ailleurs, le pays rencontre une pénurie de personnel formé. L'Éthiopie, qui veut transformer son économie encore majoritairement tournée vers l'agriculture en une économie industrielle, doit donc

investir dans les formations. Le niveau d'éducation reste faible, la moitié de la population ne sait ni lire ni écrire (taux d'alphabétisation 51,8% en 2017).

En conséquence, une productivité de qualité médiocre, des grèves à répétition et un fort *turn-over* du personnel ralentissent la transition de l'Éthiopie vers la nouvelle usine du monde.

% PIB **Éthiopie : répartition sectorielle**



Sources : EIU, Crédit Agricole S.A.

■ Agriculture ■ Industrie ■ Services

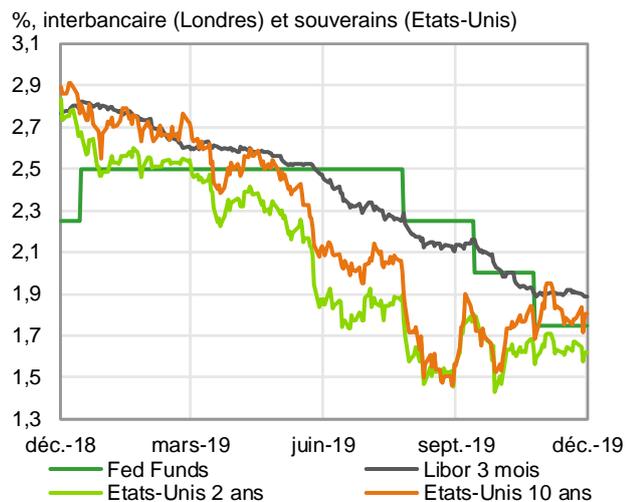
☑ Notre opinion – Bien que le PIB par habitant ait doublé au cours des dix dernières années, il reste l'un des plus bas au monde avec 722 dollars en 2018. L'espérance de vie à la naissance n'est que de soixante-cinq ans en moyenne et le taux d'alphabétisation total de la population n'est que de 51,8%. En parallèle des vastes réformes pour devenir l'usine manufacturière du monde, le gouvernement éthiopien devra améliorer les conditions de vie de sa population.

Par ailleurs, si l'Éthiopie est l'un des pays africains les plus performants en termes de croissance économique, sa stratégie de développement a entraîné d'importants déséquilibres macro-économiques avec notamment un creusement du déficit courant, une hausse de la dette publique et une grande fragilité des réserves. La dette publique est passée de 56,5% du PIB en 2015 à 60,6% en 2018 et expose le pays à un risque de surendettement.

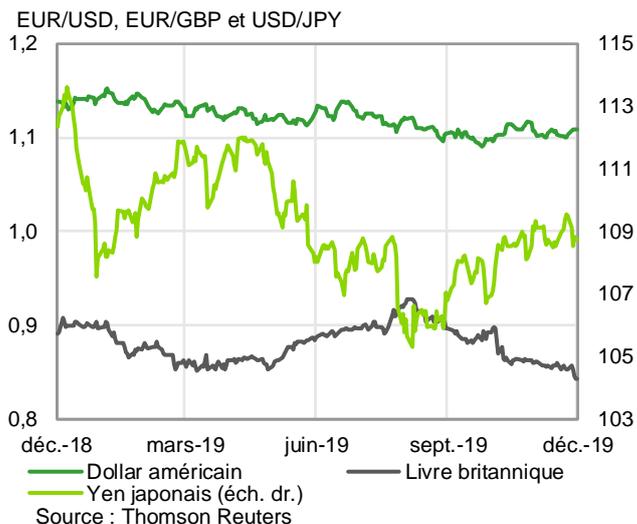
À quelques mois des élections législatives générales de mai 2020, les Sidamas, une ethnie du sud de l'Éthiopie, viennent de voter pour une nouvelle région. La région de Sidama deviendra alors la dixième région semi-autonome, ce qui implique l'allocation du budget fédéral et le partage des richesses au niveau régional. Le résultat de ce référendum montre le soutien des électeurs pour la formation d'un État régional, faisant craindre à l'avenir une fragmentation réelle du pays.

Tendances à suivre

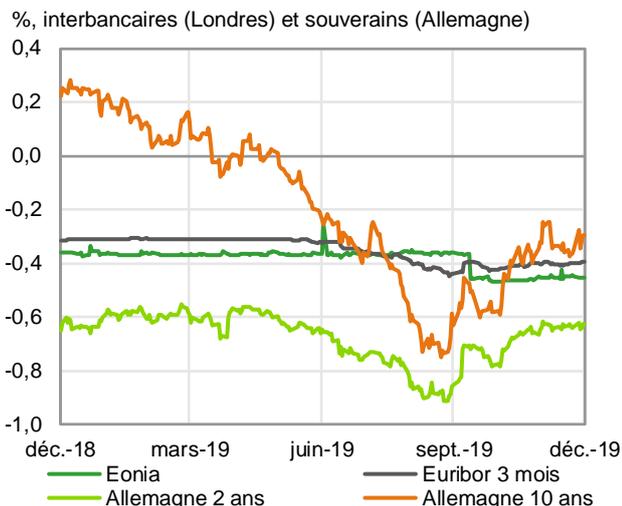
Taux d'intérêt en dollar américain



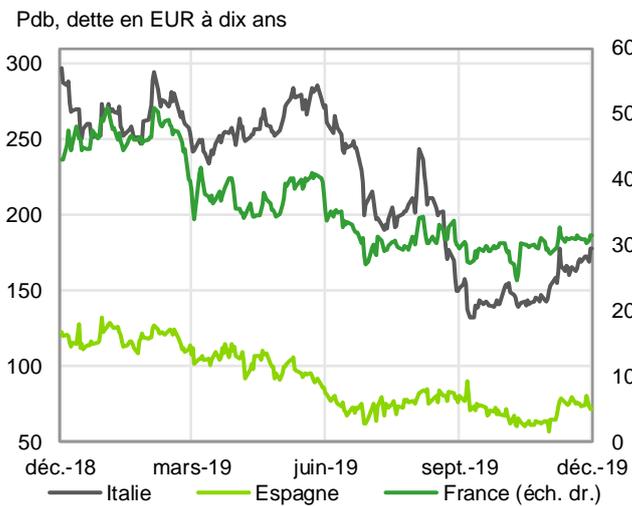
Taux de change des principales devises



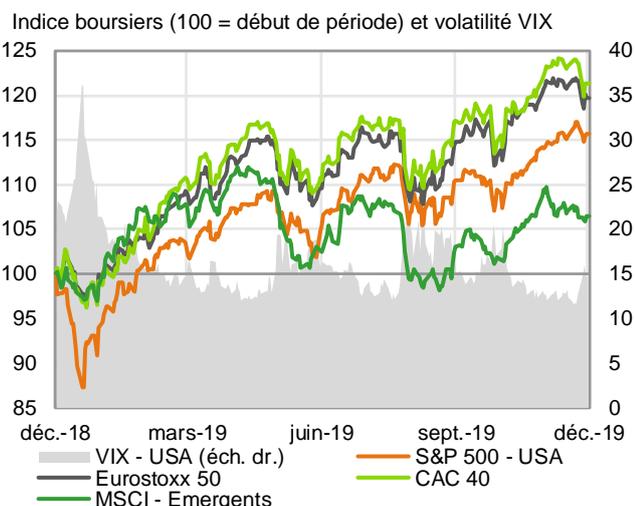
Taux d'intérêt en euro



Spreads souverains européens avec le Bund



Marché actions

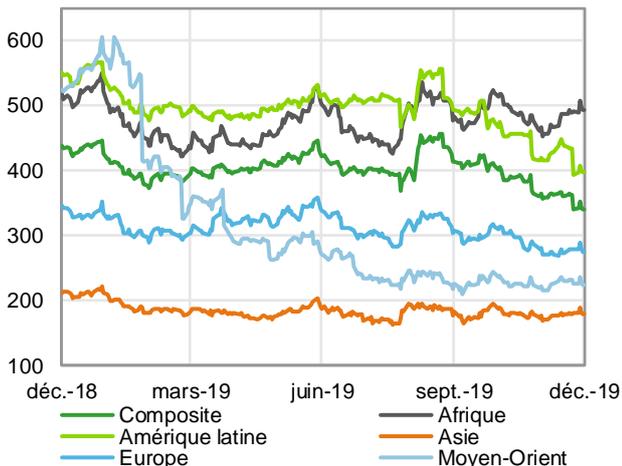


Cours de l'once d'or



Spreads souverains émergents avec le T-Bond

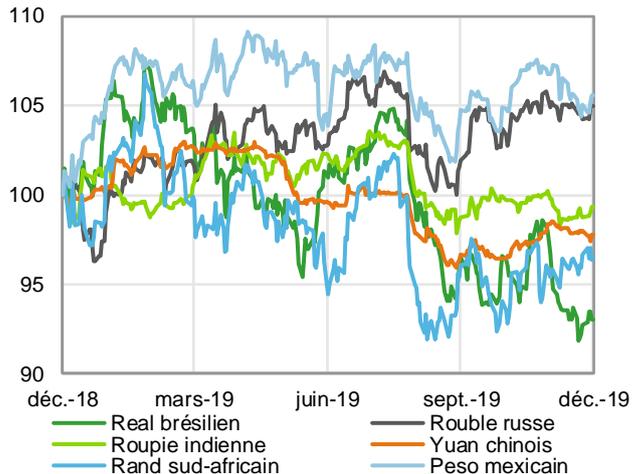
Indices EMBI+ (pdb, dette en USD de plus d'un an)



Source : JP Morgan

Devises émergentes

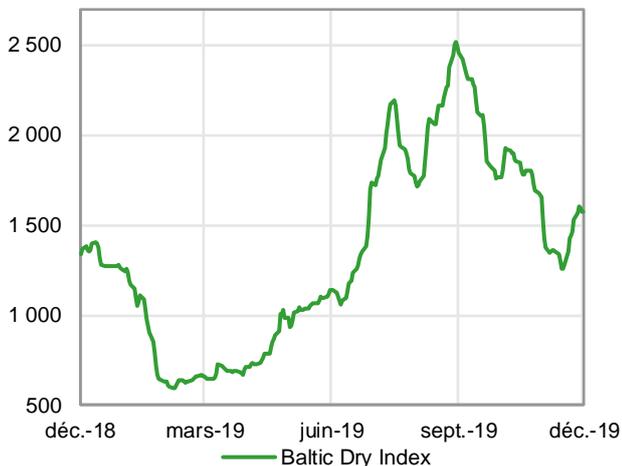
/USD (indice 100 = début de période)



Source : Thomson Reuters

Coût du transport maritime de vrac sec

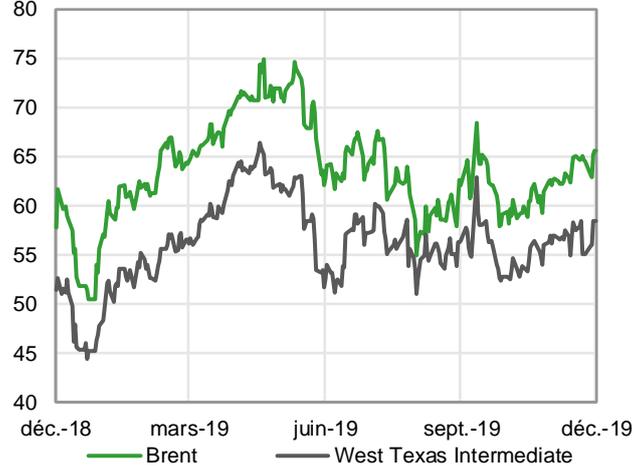
Baltic Dry Index (USD/point)



Source : Baltic Exchange

Cours du baril de pétrole brut en USD

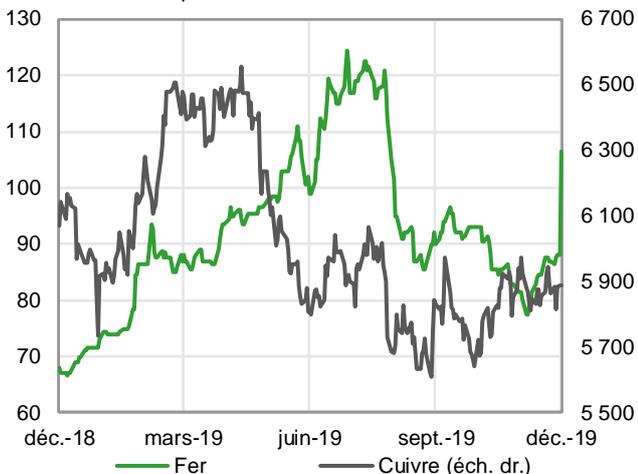
Brent (mer du Nord) et WTI (golfe du Mexique)



Source : Thomson Reuters

Cours des métaux

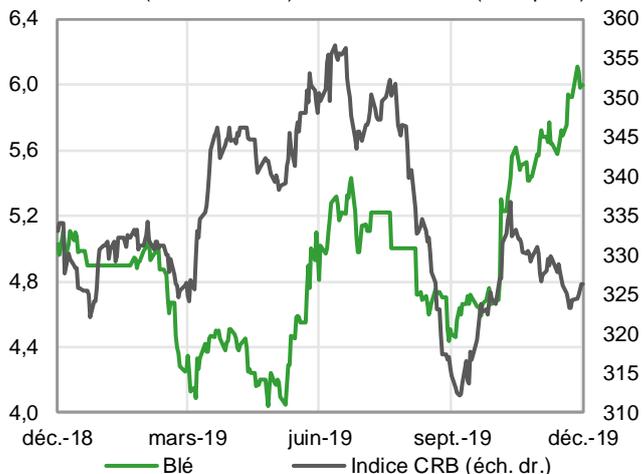
USD/tonne métrique



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
02/11/2019	<u>France – Conjoncture : l'horizon s'éclaircit pour l'industrie manufacturière</u>	France
29/11/2019	<u>Monde – L'actualité de la semaine</u>	Monde
27/11/2019	<u>Guerre commerciale : quelle méthode d'analyse utiliser pour ne pas avoir le tournis ?</u>	Monde
22/11/2019	<u>Royaume-Uni – Qu'attendre des élections de décembre ?</u>	Royaume-Uni
22/11/2019	<u>Monde – L'actualité de la semaine</u>	Monde
21/11/2019	<u>France – Travail temporaire, tendances à mi-novembre 2019</u>	France, sectoriel
20/11/2019	<u>France – Établissements de santé : tendances à mi-novembre 2019</u>	France, sectoriel
19/11/2019	<u>La pause déjeuner à l'heure de l'innovation</u>	Sectoriel, restauration
15/11/2019	<u>Italie - Scénario 2019-2020 : une croissance qui peine à redémarrer</u>	Italie
15/11/2019	<u>Monde – L'actualité de la semaine</u>	Monde
13/11/2019	<u>Les cent yeux du géant Argos</u>	Monde
08/11/2019	<u>Monde – L'actualité de la semaine</u>	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

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 BENADJAUD, 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 : Tancrede POLGE, Tania SOLLOGOUB

Amérique latine : Catherine LÉBOUGRE

Afrique du Nord, Moyen-Orient : Olivier LE CABELLE

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.