

Perspectives

Hebdomadaire – N°19/126 – 13 décembre 2019

MONDE – L'actualité de la semaine

👉 Une trêve commerciale et politique en cadeau !

Les Banques centrales américaine et européenne se sont montrées très mesurées dans leurs annonces de politique monétaire. La Fed a dressé le bilan d'une situation économique encore très favorable, mais en léger ralentissement. Elle a confirmé le maintien de sa politique ultra-accommodante et ses membres ont estimé qu'ils n'envisageaient pas de modification des taux directeurs au moins d'ici à 2021, sauf si des pressions inflationnistes venaient prématurément à se manifester. Un *statu quo* anticipé par les investisseurs dans un contexte d'élection présidentielle en vue d'une trêve esquissée dans la guerre commerciale entre les États-Unis et la Chine. Le report de l'échéance du 15 décembre pour trouver un accord commercial, qui éviterait des droits de douane supplémentaires sur 160 Mds de dollars de produits importés par la Chine, demeure un gage d'apaisement très attendu. Mieux encore, un accord partiel sur des importations chinoises de produits agricoles américains à hauteur de 50 Mds de dollars serait également sur la table.

Du côté de la BCE, la politique monétaire reste également inchangée, faute d'évolution déterminante dans les projections économiques réalisées. La reprise espérée s'annonce très graduelle et il faudra donc être patient. La nouvelle présidente s'est déclarée néanmoins ouverte à davantage de soutien, si d'aventure cela était nécessaire, mais la priorité affichée réside essentiellement en une revue de la stratégie de l'organe central et de ses outils de mesure.

La victoire des conservateurs aux élections législatives britanniques a également apporté plus de lisibilité sur le devenir du pays, mettant un terme à plusieurs années de « cacophonie politique ». La sortie du Royaume-Uni de l'Union européenne est maintenant actée et une grande partie des doutes levés sur la signature du « deal ». Un résultat qui a tiré la livre sterling à la hausse face à l'euro, tandis que celui-ci s'appréciait légèrement face au dollar.

Ces nouvelles plus optimistes ont conduit à une remontée des marchés actions, avec un indice SPX qui gagne 0,7% et l'Eurostoxx qui bondit de 1,4% sur la semaine.

Les marchés obligataires ont vu les rendements des bons du Trésor américain à dix ans et le Bund allemand de même échéance remonter de quelques points, tandis que les primes de risque des pays du sud de l'Europe, Espagne et Italie en tête, se sont réduites.

Le prix du baril de Brent en mer du Nord gagne quelques cents en raison de la baisse de production de pétrole des pays membres de l'Opep, afin de contrer l'abondante production américaine et soutenir ainsi les prix plus durablement à la hausse.

| | |
|--|----|
| ☞ France : la production manufacturière progresse à nouveau en octobre..... | 2 |
| ☞ Zone euro : toujours pas de signes d'amélioration de la production industrielle en vue..... | 3 |
| ☞ Zone euro : la BCE aussi en mode pause, mais moins définitive..... | 3 |
| ☞ Allemagne : des exportations qui s'améliorent globalement, mais des flux vers la Chine pour le moins préoccupants..... | 4 |
| ☞ Italie : nouvelle augmentation des commandes industrielles..... | 4 |
| ☞ Espagne: la progression des coûts de la main d'œuvre ralentit..... | 5 |
| ☞ Royaume-Uni : victoire écrasante des Tories aux élections anticipées du 12 décembre..... | 6 |
| ☞ Ukraine : accord trouvé avec le FMI..... | 7 |
| ☞ Chine : une semaine décisive pour la dynamique de 2020..... | 8 |
| ☞ Oman : en récession au premier semestre..... | 9 |
| ☞ Arabie saoudite : Aramco valorisé à 1 900 milliards de dollars..... | 9 |
| ☞ Nigéria : une perception légèrement moins bonne, malgré un endettement stable..... | 10 |

Zone euro

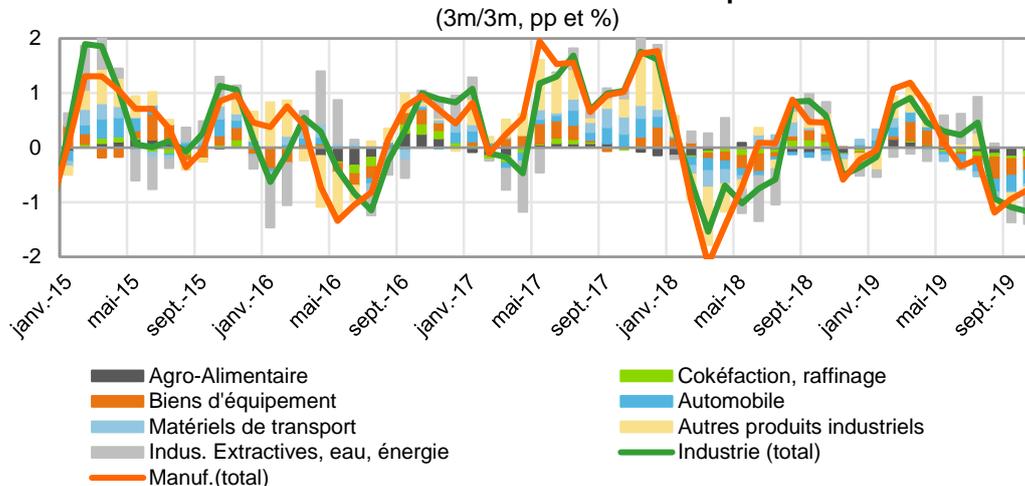
France : la production manufacturière progresse à nouveau en octobre

Au mois d'octobre, la production manufacturière a progressé de 0,5% par rapport au mois précédent après 0,8% en septembre. Dans l'ensemble de l'industrie, la hausse est un peu moins prononcée (0,4% sur un mois, au même rythme qu'en septembre), du fait de la faible performance des industries extractives, de l'eau et de l'énergie. L'acquis de croissance pour le quatrième trimestre est ainsi de 0,7% pour la production manufacturière et 0,3% pour la production industrielle, après deux trimestres de contraction de la production aux T2 et T3. Les données mensuelles étant très volatiles, nous pouvons imaginer une nouvelle baisse de

l'activité du secteur en novembre et éventuellement en décembre. Néanmoins, un acquis positif avec les données d'octobre (premier mois du trimestre) renforce notre scénario de stabilisation, voire de léger rebond de l'activité dans le secteur manufacturier au T4.

Par secteurs, l'industrie pharmaceutique connaît la plus forte croissance en octobre (+8,3% sur un mois), tandis que la production de biens d'équipement se contracte de 1% après avoir progressé de 3,9% en septembre.

Croissance dans l'industrie et contribution par branche



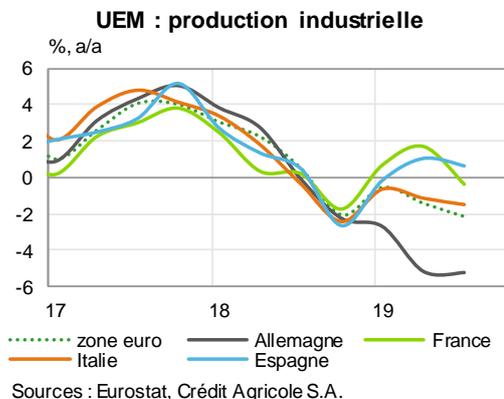
Source : INSEE, Crédit Agricole SA.

Notre opinion – Notre scénario de stabilisation ou de légère reprise de l'activité manufacturière au T4 après deux trimestres de contraction semble en bonne voie avec un acquis de croissance à +0,7% pour le dernier trimestre 2019. Sur trois mois glissants, la croissance reste négative à -0,8% en octobre, mais se redresse légèrement après -1% en septembre. En outre, les enquêtes de conjoncture de l'Insee et d'IHS Markit indiquent une légère progression du climat des affaires dans l'industrie au mois de novembre (tandis que la Banque de France reste plus prudente). En particulier, le solde d'opinion sur les commandes à l'export repart à la hausse dans l'enquête Insee, indiquant un remplissage des carnets de commande qui soutiendra l'activité dans les prochains mois. L'amélioration de l'activité manufacturière conforte notre prévision d'une croissance trimestrielle du PIB de 0,3% au T4 2019.

Zone euro : toujours pas de signes d'amélioration de la production industrielle en vue

La production industrielle en zone euro a chuté de 0,5% sur un mois en octobre, après une baisse de 0,1% le mois précédent. Ce nouveau recul est décevant car il confirme la faiblesse du cycle manufacturier européen au dernier trimestre de l'année. Ainsi, l'effet d'acquis laissé par la production industrielle atteint -0,4%, un résultat moins pessimiste que la performance du secteur enregistrée au troisième trimestre, mais néanmoins négatif (-0,8% en variation trimestrielle). En rythme annuel, la production industrielle recule de 2,4%, contre -2% en septembre. Par typologie de biens, ce sont surtout les productions de biens d'investissement (-2% sur le mois) et l'énergie (-0,7%) qui pèsent sur l'indice global, tandis que les biens intermédiaires (+0,6%) et ceux de consommation durables (+1,9%) soutiennent en revanche la production. L'analyse par secteur souligne l'enracinement d'une contribution fortement négative du secteur automobile,

ainsi que des secteurs fournisseurs (produits métalliques et équipements électriques). La production de machines et équipements est elle aussi dans la tourmente. Seul le secteur pharmaceutique effectue une remontée significative de sa production.



Notre opinion – La croissance de la production industrielle en zone euro demeure en territoire négatif, pesant ainsi sur la croissance du dernier trimestre. Le poids du secteur automobile allemand explique en grande partie ce déclin. La production dans ce secteur semble à l'arrêt en raison des contraintes liées au malus écologique rentrant en vigueur dès le début d'année 2020. Les commandes industrielles, après s'être redressées au mois de septembre, se sont de nouveau repliées, anéantissant l'espoir d'une reprise du secteur d'ici la fin de l'année. La sortie du tunnel risque d'être bien longue à se dessiner.

Zone euro : la BCE aussi en mode pause, mais moins définitive

Pas de surprise lors de la dernière réunion des gouverneurs de la BCE. La Banque centrale a délivré ce que les observateurs attendaient d'elle. Pas de nouvelle action, de la continuité par rapport au mandat précédent et de la part de la présidente la volonté de travailler avec transparence à une revue compréhensive de la stratégie de la BCE jugée légitime et largement due, intervenant seize ans après la dernière conduite en 2003.

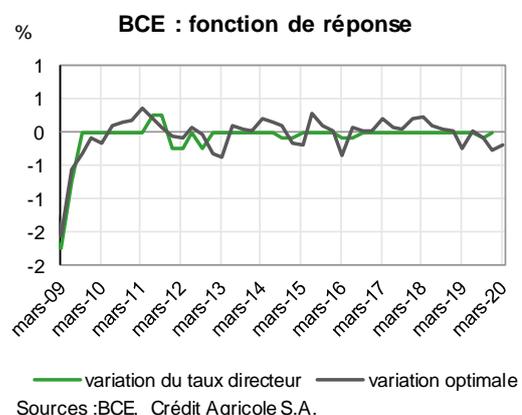
cycle qui limite la transmission de la croissance des salaires à la croissance des prix. En 2022, l'inflation prévue à 1,6% est encore loin de la cible, Mme Lagarde l'admet.

Donc tout comme la Réserve fédérale, la BCE s'est mise en pause. Mais cette pause est moins affirmée, puisqu'elle maintient son guidage des anticipations et se dit toujours prête à agir si nécessaire avec l'ensemble des instruments non conventionnels.

Pour la Fed, la prochaine hausse a été reportée à 2021 avec treize des membres du FOMC alignés sur cette échéance (contre huit en septembre).

Si la Fed a supprimé la référence à l'incertitude autour de son scénario de croissance plutôt optimiste, la BCE maintient sa vision sur des risques toujours orientés à la baisse pesant sur le scénario de croissance et d'inflation. Ils sont certes moins prononcés qu'avant, mais ils restent diffus et importants surtout dans la sphère géopolitique. Elle révisé même à la baisse ses prévisions de croissance pour 2020 (de 1,2% à 1,1%). Elles demeurent toujours plus optimistes ensuite (1,4% en 2021 et 2022). Quant à l'inflation, la révision à la hausse des prévisions sur 2020 (de 1% à 1,1%) est principalement due aux mouvements du prix des futures sur le pétrole et en 2021 la révision est à la baisse (de 1,5% à 1,4%), faute à la faiblesse du

Pour la BCE, si l'on injecte ses prévisions de croissance et d'inflation dans sa fonction de réponse, on doit s'attendre à une nouvelle baisse du taux de dépôt.



D'autant plus que le *reversal rate*, le taux auquel la politique accommodante devient contreproductive et induit une contraction du crédit (l'impact négatif sur

la marge d'intérêts dépasse l'effet positif de valorisation des actifs) n'est pas du tout atteinte en zone euro, où la croissance du crédit progresse au

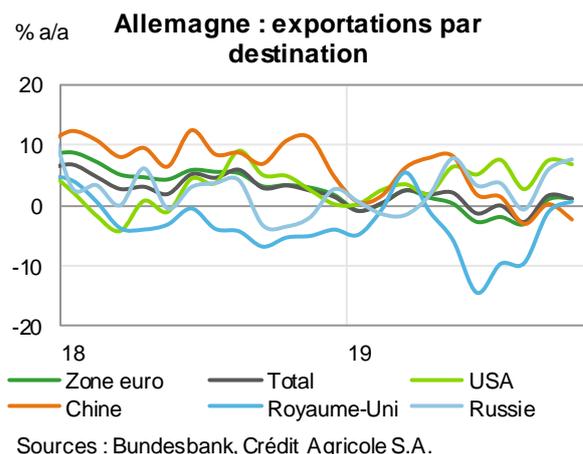
rythme annuel de 3,8% pour les entreprises et de 3,5% pour les ménages.

Notre opinion – L'horizon des deux principales banques centrales n'est donc pas du tout le même. Mais un facteur commun guide leur action. Leur vieille grille de lecture n'arrive plus à expliquer le présent et leur inefficacité à ranimer l'inflation et la croissance. Un grand « remue-méninges » a donc commencé des deux côtés de l'Atlantique (au Canada et au Royaume-Uni également). Plusieurs acteurs y participent (banquiers centraux, académiciens, politiciens, acteurs économiques). On ne se privera pas d'écouter les voix dissonantes. Quant à la BCE, il s'ouvrira en janvier et devra délivrer ses résultats fin 2020. Quel contenu donner au mandat de stabilité des prix ? Quelle définition de l'objectif de prix, mais aussi quels canaux de transmission de la politique monétaire dans un contexte de transformations économiques majeures ? L'ambition est d'explorer tous les angles, y compris les angles morts des différentes théories économiques. L'ambition est énorme, le risque est que la montagne accouche d'une souris. Mais les Banques centrales reconnaissent leurs limites à ce stade et souhaitent que cette revue stratégique devienne un outil plus routinier. La Fed a annoncé regarder avec intérêt la revue quinquennale conduite par la Banque du Canada.

Allemagne : des exportations qui s'améliorent globalement, mais des flux vers la Chine pour le moins préoccupants

Les échanges commerciaux allemands se sont améliorés en ce début de dernier trimestre de l'année. Les exportations atteignent 113 Mds € au mois d'octobre, en hausse de 1,2% sur le mois. Les importations sont quant à elles restées stables, légèrement au-dessus de 92 Mds €. En conséquence, le solde commercial allemand atteint 20,6 Mds €, contre 19,2 Mds € le mois précédent. Ce sont principalement les exportations à destination des pays tiers qui ont contribué à ce rebond des échanges, les exportations vers les pays de la zone euro ne progressant que modestement. La ventilation par pays indique une accélération des exportations vers la Russie, ainsi qu'un rebond des flux vers le Royaume-Uni, dont la croissance des exportations en rythme annuel redevient positive pour la première fois depuis avril dernier. La croissance des exportations vers les États-Unis ralentit faiblement, mais demeure encore élevée en variation annuelle. Les exportations vers la Chine se

sont, en revanche, dégradées et deviennent négatives en glissement annuel, signe d'un tassement de l'activité plus accentué.



Notre opinion – Les échanges commerciaux allemands se sont avérés plus dynamiques qu'anticipé au mois d'octobre. Toutefois, les enquêtes de l'ifo sur les anticipations d'exportations à trois mois suggèrent une dégradation de la situation à venir. Dans le même temps, les enquêtes PMI dans le secteur industriel, laissent entrevoir une amélioration de la situation au niveau mondial. Des indicateurs contradictoires qui nous poussent à la plus grande prudence quant au maintien de cette dynamique haussière des échanges. Les menaces américaines d'une surenchère tarifaire avec l'Union européenne sont loin d'être levées, et les tensions autour d'un « Brexit » imminent persistent. Enfin, le décrochage des exportations vis-à-vis de la Chine, son troisième partenaire à l'exportation, demeure préoccupant car tout affaiblissement de la croissance chinoise se répercute irrémédiablement sur les exportations allemandes.

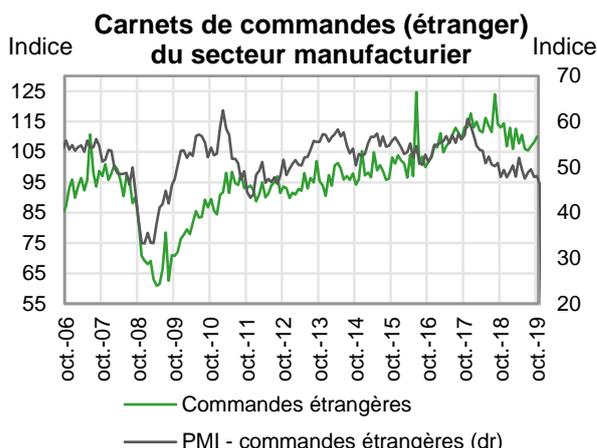
Italie : nouvelle augmentation des commandes industrielles

Les commandes industrielles ont progressé en octobre. Après les hausses d'août et de septembre, l'indice affiche une croissance mensuelle de 0,6% en octobre. Les commandes d'origine domestique sont en léger recul, tandis que celles provenant de l'étranger affichent une progression de 1,7%. Sur un an, les commandes sont encore en baisse de 1,5%, le commandes domestiques ayant reculé de 0,7% et

les commandes étrangères de 2,6%. La plus forte hausse concerne l'industrie pharmaceutique (+12,7%), tandis que la plus forte baisse a été enregistrée dans l'industrie chimique (-5,8%).

Quant à la production industrielle, elle a reculé de 0,3% en octobre selon ISTAT, après la baisse de septembre (-2,4% sur un an). Sur un an, la production de biens intermédiaires et d'équipement

est en baisse de 4,8% et de 3,4%, tandis que les biens de consommation affichent une légère croissance (0,5%). La production pharmaceutique et les industries alimentaires, des boissons et du tabac affichent les croissances les plus significatives sur un an (3,6% et 3% respectivement). Les plus fortes baisses ont concerné la fabrication de matériel de transport (-8,6%), l'industrie minière (-8,1%) et la métallurgie (-6,9%).



Source : Istat, Markit, Crédit Agricole S.A.

Notre opinion – La performance industrielle italienne continue de décevoir. Les enquêtes menées par Confindustria signalent une baisse de la même amplitude qu'ISTAT en novembre, mais le sentiment est plus pessimiste en ce qui concerne le niveau de commandes. Selon la confédération générale de l'industrie italienne, l'indice de la production industrielle aurait encore reculé de 0,3% en novembre par rapport à octobre. Difficile désormais, de prévoir un rebond de l'industrie manufacturière au T4 : le niveau de commandes selon ISTAT commence à se révéler plus dynamique avec trois mois de hausses consécutives (en partant d'un niveau très bas), mais les enquêtes concernant l'industrie manufacturière montrent que la baisse de confiance, amorcée à la fin de 2017, s'est poursuivie presque sans interruption et a atteint en novembre son plus bas niveau depuis cinq ans ; les attentes se sont détériorées, tandis que parmi les commandes, la composante étrangère était la plus faible. Des indications similaires viennent de l'indice PMI dans l'industrie, qui est tombé à 47,7 en novembre, en dessous du seuil de 50 indiquant un repli de l'activité et à son plus bas niveau depuis mars dernier. Le point de retournement dans l'industrie n'est pas encore atteint.

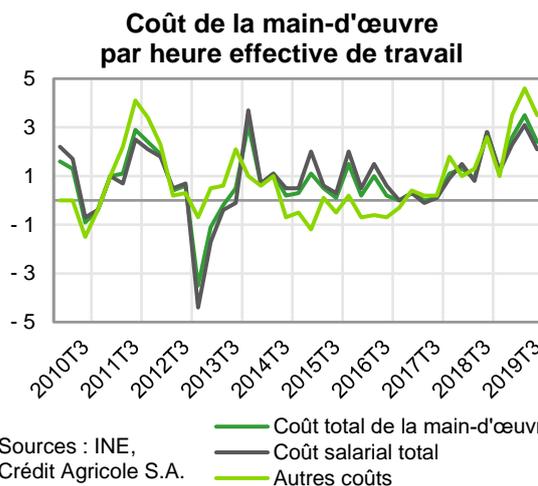
Espagne: la progression des coûts de la main d'œuvre ralentit

Au cours du troisième trimestre 2019, le coût du travail a augmenté de 2,5% par rapport à la même période en 2018. Après avoir enregistré une hausse de 3,3% au deuxième trimestre et 2,6% au premier, il semble que la progression des coûts enregistrée depuis le début de l'année 2019 faiblit et que la hausse des coûts liée à l'augmentation du salaire minimum ait été en grande partie absorbée au cours du premier semestre.

Par composante, la progression des autres coûts continue à surpasser celle des salaires avec une hausse en glissement annuel de 3,5% au 3^e trimestre, contre 4,6% lors du trimestre précédent. Dans le même temps, les salaires ont augmenté de 2,1% au T3 et 2,1% au T2.

Bien que la plus forte augmentation ait été enregistré dans les activités immobilières, l'augmentation des coûts dans les services ralentit. Même constat au

niveau de l'industrie manufacturière ou le coût du travail passe de 2,7 % au T2 à 2% au T3.



Sources : INE, Crédit Agricole S.A.

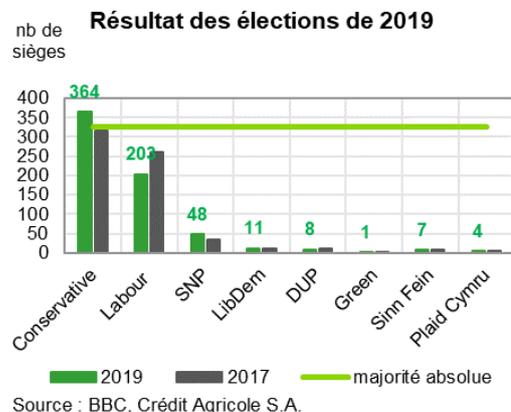
Notre opinion – Le coût du travail progresse encore en Espagne, mais il enregistre une inflexion par rapport à la tendance enregistrée au premier semestre. Ce ralentissement fait écho à la modération de l'emploi qui a cours depuis les deux derniers trimestres. La croissance moyenne des affiliations à la sécurité sociale est passée de 3 % en moyenne en 2018 à 2,3% depuis début septembre. L'économie continue donc à créer de l'emploi, ce qui continue de favoriser une baisse du taux de chômage. Mais elle en détruit plus qu'auparavant principalement dans les services, ce qui explique la moindre pression sur les salaires qui, jusqu'à présent, ont bénéficié de l'inertie du dynamisme passé de l'emploi.

Royaume-Uni

Royaume-Uni : victoire écrasante des Tories aux élections anticipées du 12 décembre

Globalement en ligne avec les sondages, le parti conservateur du Premier ministre Boris Johnson est sorti largement en tête des élections anticipées du 12 décembre et aura une majorité confortable au parlement. Avec 45% des voix (1,2% de plus qu'en 2017), le parti conservateur est en voie d'obtenir 364 sièges, soit 38 de plus que la majorité absolue (326 sièges) et contre 317 à l'issue des élections de 2017. Le principal parti de l'opposition, le parti travailliste de Jeremy Corbyn essuie une énorme défaite avec le gain de seulement 32% des voix et une estimation de sièges de 203 contre 262 en 2017, le plus bas depuis 1935. À l'inverse, le parti des nationalistes écossais SNP, troisième parti au parlement augmentera sa présence au Parlement, avec une estimation de 48 sièges, soit 13 de plus qu'en 2017. En revanche, le parti de centre-droit des libéraux démocrates resterait relativement stable avec 11 sièges au Parlement contre 12 en 2017, malgré une hausse du pourcentage de votes en sa

faveur de 4,2% à 11,5%. La victoire du parti conservateur est due, avant tout, à la défaite du parti travailliste dans les régions pro-Leave au pays de Galles et au nord de l'Angleterre.



Notre opinion – Le résultat des élections anticipées est surtout celui de la perte par le Labour de ses bastions pro-Leave au profit des conservateurs, dont la campagne électorale largement axée sur le Brexit avec le slogan « Get Brexit done » s'est avérée plus efficace que celle du Labour qui plaidait pour un second référendum et une politique intérieure radicalement à gauche. En outre, la progression du parti libéral-démocrate en termes de pourcentage des votes montre que les votes pro-Remain n'ont pas pu converger vers le parti travailliste, ce qui lui a été fatal.

Concernant le Brexit, le fait que les conservateurs obtiennent une majorité confortable, aussi bienvenue soit-elle pour la stabilité politique, n'apporte qu'une visibilité à très court terme. Les années de blocage parlementaire sont certes derrière nous : l'accord de sortie pourra être ratifié dans les temps, un Brexit aux termes de cet accord pourra avoir lieu comme prévu le 31 janvier 2020 et une période de transition sera entamée le 1^{er} février. Mais l'attention se focalisera très rapidement sur la capacité du gouvernement à tenir sa promesse de négocier un accord de libre-échange avec l'UE d'ici le 31 décembre 2020, ce qui paraît extrêmement ambitieux. Une extension de la période de transition sera nécessaire, d'autant plus que l'ALE devra être ratifié par les parlements nationaux et régionaux de l'UE. L'année 2020, et tout particulièrement le premier semestre au cours duquel une demande éventuelle d'extension devra être faite, s'annonce donc à nouveau une période de tension et d'incertitude.

Concernant les implications économiques, un rebond de la confiance devrait avoir lieu depuis des niveaux très bas, mais celui-ci pourrait être de courte durée. L'investissement des entreprises, qui a le plus souffert de l'incertitude liée au Brexit, devrait rester faible étant donné que l'incertitude sur le partenariat futur avec l'UE restera largement présente en 2020. À défaut d'un ALE ou d'une extension de la période de transition, l'option par défaut reste celle d'un Brexit sous les règles de l'Organisation mondiale du commerce. Même si un ALE est négocié, il ne devrait permettre que d'éviter des barrières tarifaires entre le Royaume-Uni et l'UE, mais non l'émergence de barrières non-tarifaires.

Sur la politique intérieure, l'élection du parti conservateur (ou plutôt la non-élection du Labour) est synonyme de continuité dans la prudence budgétaire et d'absence de réformes adverses au milieu des affaires, telles que celles promises par le Labour (hausse significative des impôts et nationalisations des services publics). Le parti conservateur envisage un léger assouplissement budgétaire via une hausse des dépenses publiques d'environ 14 Mds £ (Spending Review de septembre), qui devrait rajouter 0,4 point de pourcentage à la croissance au cours des trois prochaines années (selon la BoE). Il envisage aussi, aux termes de son programme électoral, une relance modeste de l'investissement public de 8 Mds £ en 2023/24 (moins de 0,3% du PIB) même si la nouvelle règle, qui limite l'investissement public à 3% du PIB, permet une hausse plus significative de l'investissement public (d'environ 1% par rapport aux niveaux actuels).

Europe centrale et orientale, Asie centrale

Ukraine : accord trouvé avec le FMI

Deux événements particulièrement importants pour l'avenir de l'Ukraine se sont déroulés cette dernière semaine. Tout d'abord, l'accord avec le FMI (Fonds Monétaire International) portant sur un prêt de 5,5 milliards de dollars a été approuvé la semaine dernière. Kristalina Georgieva, directrice générale du FMI, a salué les progrès impressionnants que le président et son gouvernement ont effectué ces derniers mois pour la mise en place des réformes. Le rapport souligne le succès de l'assainissement du secteur bancaire et la nécessité de préserver cette réussite. La grande réforme menée sur ce secteur avait abouti à la disparition de presque la moitié des banques et certaines d'entre elles ont dû être nationalisées, induisant ainsi un coût non négligeable pour les finances publiques et le contribuable. Depuis cette réforme, le FMI, porte une attention particulière à l'affaire Privatbank : une des institutions nationalisées dont l'ancien actionnaire majoritaire, un oligarque qui a soutenu la candidature du président Zelensky aux dernières élections, conteste la procédure et demande au gouvernement un remboursement. La position du FMI est très ferme sur ce dossier (le refus de paiement de l'ancien actionnaire de PrivatBank par

les pouvoirs publics) et le versement des échéances du prêt accordé en dépendra.

La poursuite des réformes de la justice en vue de l'instauration de l'État de droit, de l'indépendance et de la transparence des institutions est également un prérequis fort du FMI, qui conditionne ainsi l'agenda du nouveau gouvernement. L'enjeu est de taille pour l'Ukraine, car il ne s'agit pas uniquement de bénéficier des fonds attribués par le FMI, mais également de toutes les autres institutions internationales (Banque mondiale, Banque européenne d'investissement, etc.), dont le versement des aides est conditionné par l'accord donné par le FMI. Enfin, la signature de cet accord donne un signal plutôt encourageant aux marchés sur la tendance de développement du pays et de ses institutions.

Ensuite, cet accord arrive au bon moment, c'est-à-dire juste avant la rencontre format Normandie des présidents Zelensky, Poutine, Macron et de la chancelière Merkel à Paris pour entamer des discussions sur la question du Donbass ukrainien. Bien que l'issue de la résolution du conflit paraisse encore très lointaine, la démarche de rapprochement du président Zelensky est un grand pas en avant.

✓ Notre opinion – Une réelle stabilisation de l'environnement macro-économique ukrainien a été réussie depuis la crise. Tout d'abord, la dette externe est passée de 250% des exportations en 2015 à 194% en 2018 (sources FMI). Dans la composition de cette dette externe, il y a une grande partie de dettes intragroupes. Néanmoins, des échéances de remboursement à court terme pèsent encore sur les ratios de liquidité. 15 milliards de dollars sont dus à court terme (2020), face à 21 milliards de réserves (niveau 2019). Le soutien du FMI était donc indispensable.

L'endettement public a également diminué depuis 2015, où il représentait 80% du PIB. Il s'élève en 2018 à 64% du PIB et continue sa tendance à la baisse, avec une bonne maîtrise du solde budgétaire. L'inflation a également baissé de façon drastique de 49% en 2015 à moins de 10% en 2019, grâce à un excellent travail de cadrage des taux de la Banque centrale. La dynamique de croissance du PIB est elle aussi en nette amélioration (+3,5%) et n'est pas accompagnée d'un creusement significatif du solde courant (-3,7% du PIB).

Le gouvernement a établi un plan très ambitieux de réformes et la majorité qu'il a obtenu au Parlement lors des dernières élections lui facilitera le processus de vote. C'est une grande première pour ce pays. En revanche, la capacité de l'administration à mettre en œuvre les réformes votées est encore un autre défi.

La réforme de la privatisation des terres agricoles publiques et l'ouverture du marché (y compris pour les investisseurs internationaux) est une énorme opportunité de développement, mais aussi un grand risque d'instabilité sociale et politique à l'intérieur du pays. Enfin, il est certain que le pays a bien changé depuis la guerre, mais des fragilités importantes demeurent encore et pèseront sur son niveau de rating.

Asie

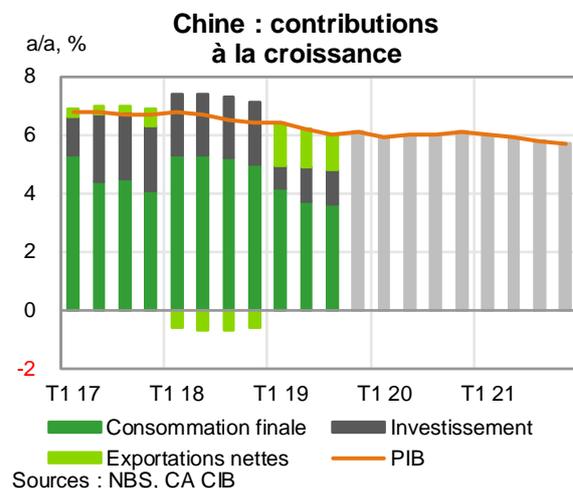
Chine : une semaine décisive pour la dynamique de 2020

L'incertitude demeure aujourd'hui sur la possibilité d'une accalmie dans la guerre commerciale qui oppose les États-Unis à la Chine depuis le début de l'année 2018. Un nouveau lot de taxes portant sur environ 160 milliards de dollars d'importations américaines en provenance de Chine doit entrer en vigueur dimanche. Le président Trump a cependant annoncé attendre un geste de la partie adverse pour justifier une suspension de la mesure. Une levée provisoire des taxes chinoises sur le soja et le porc américains décidée le 6 décembre pourrait constituer le premier pas vers un accord temporaire. D'intenses discussions seraient en cours, mais les analystes restent prudents du fait de la proximité de l'échéance et de la méfiance réciproque des interlocuteurs, fruit de négociations parfois tumultueuses. Pourtant, toute résolution ne serait très probablement que partielle (un « *phase one agreement* »). Un accord portant sur les sujets de fond de la dispute, comme la propriété intellectuelle ou les contraintes pesant sur les investisseurs en Chine, semble de plus en plus improbable à ce moment du cycle électoral américain ; le conflit devrait donc perdurer au moins jusqu'à la prochaine investiture présidentielle de janvier 2021. Il s'agit cependant d'éviter une escalade qui pourrait peser sur l'économie des deux pays en 2020.

C'est dans ce contexte tendu que les principaux responsables du Parti communiste chinois se réunissent la semaine prochaine lors de la conférence annuelle (*Central Economic Work Conference - CWEC*) visant à définir les priorités de politique économique pour l'année à venir. Le ralentissement de la croissance chinoise à un rythme proche des 6% par an pour les années à venir paraît accepté et il est peu probable qu'une expansion budgétaire d'ampleur soit à prévoir en 2020. Les objectifs poursuivis pour l'année semblent plutôt se concentrer sur la réorganisation du marché intérieur et le renforcement du potentiel de développement à long terme. Les interventions devraient donc se limiter à une politique monétaire un peu plus accommodante et à des investissements ciblés dans des domaines porteurs pour la croissance ou palliant certaines fragilités. Des évolutions administratives et réglementaires pourraient aussi vraisemblablement être

encouragées, en particulier dans le domaine de la gestion des faillites.

En effet, le léger ralentissement de l'économie ne s'opère pas sans certaines secousses. Un effort de désendettement de l'économie passe par la recapitalisation d'entreprises ayant des difficultés à s'acquitter de leurs dettes. Environ 22,7 milliards de dollars ont été investis à cette fin dans des entreprises cotées à Shanghai ou Shenzhen. Le nombre de faillites et de restructurations d'entreprises devrait encore progresser, poussé par la volonté de résorber l'accumulation des créances douteuses de nombreuses institutions financières de petite ou moyenne envergure. Ces efforts pour consolider le système financier et rediriger le crédit vers les entreprises plus productives passeront donc par la liquidation des entreprises dont la productivité ne peut supporter le niveau actuel d'endettement. Des signaux d'alerte se sont déjà allumés dans le système bancaire avec la faillite et la mise sous tutelle récente de petites banques régionales. La hausse des prix à la consommation devrait, en revanche, se réduire en 2020, après un pic à 4,5% en novembre par rapport à l'année précédente, emportée par l'envol des prix du porc de plus de 110%. Cette hausse brutale est néanmoins temporaire et résulte de l'épidémie de fièvre porcine qui a réduit de moitié le cheptel du pays.



Notre opinion – Si les événements de la semaine à venir seront potentiellement décisifs pour la dynamique de la croissance chinoise en 2020, le pays semble quoi qu'il en soit sur une dynamique de ralentissement, avec une économie maintenant tirée principalement par la consommation intérieure. Les remous actuels sont pourtant en partie conjoncturels et la croissance devrait se poursuivre à un rythme moyen de 6% en 2020.

Afrique du Nord, Moyen-Orient

Oman : en récession au premier semestre

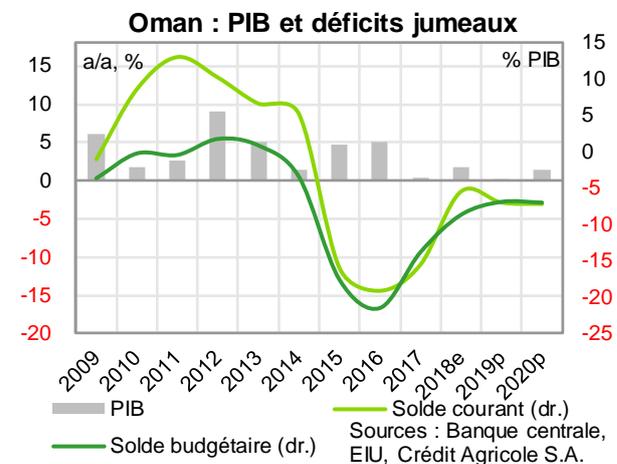
Au premier semestre 2019, le PIB s'est contracté de 1,9% a/a. Alors que le PIB hydrocarbures est resté sur une tendance positive avec une progression de 2,1%, tiré principalement par le secteur gazier, les activités non pétrolières ont, en revanche, été en nette récession à -3,4% par rapport au premier semestre 2018. Cette récession est surtout imputable au secteur de la construction, qui se contracte de 10,6%, notamment à cause de la baisse des commandes publiques, de celle de l'industrie manufacturière (-12%) et enfin du secteur du commerce et du détail (-7,7%). Cette contre-performance a donc entraîné une récession globale significative. La Banque centrale table toujours sur une prévision de croissance de 1,1% en 2019, mais cette estimation semble très optimiste et une croissance zéro, voire une légère récession est plus réaliste.

Par ailleurs, le gouvernement fait toujours peser de fortes contraintes sur les entreprises privées. La première d'entre elles concerne la politique d'omanisation des emplois, avec des menaces de poursuites judiciaires en cas d'objectifs non réalisés. Cette situation entraîne une baisse des emplois des expatriés et le risque d'une détérioration de la performance des entreprises, compte tenu de salaires plus élevés pour le personnel local.

Ces contraintes se manifestent dans un contexte social pour le moins tendu. Effectivement, le secteur public, en difficulté, n'a plus les moyens d'employer les jeunes arrivant sur le marché du travail et alors

que la fonction publique est déjà pléthorique. Il se repose donc désormais sur le secteur privé pour absorber cette main d'œuvre, mais le taux d'omanisation n'est que de 13% à fin 2018. Le chômage est donc très élevé puisqu'il s'établit, selon la Banque mondiale, à 17% pour les Omanais et à 49% pour les jeunes Omanais.

De son côté, la politique fiscale s'est sensiblement renforcée et le déficit budgétaire a diminué de 19% en 2019. Mais si cet effort est conséquent, le déficit public devrait rester élevé, autour de 7% du PIB, compte tenu de la croissance en berne. Le solde courant restera, lui aussi, assez largement déficitaire et dans des proportions sans doute identiques.



Notre opinion – La chute de la croissance est une évolution plutôt préoccupante, car les autorités ont précisément différé les réformes fiscales dans le but d'éviter une baisse de la consommation des ménages et les effets récessifs d'une politique économique pro-cyclique. Or, la récession intervient alors que les ajustements budgétaires ne sont qu'en partie enclenchés. La contraction du PIB devrait se poursuivre au second semestre et ceci aura très certainement un impact immédiat et mécanique sur les niveaux de dette publique et de dette externe qui ont déjà beaucoup dérapé au cours des années passées.

Arabie saoudite : Aramco valorisé à 1 900 milliards de dollars

La capitalisation boursière de la compagnie pétrolière nationale Saudi Aramco a atteint 1 900 milliards de dollars à l'issue du premier jour de sa cotation à Riyad. L'action est cotée 35,2 rials et sa valorisation a progressé de 10% dès le premier jour. Cette introduction en bourse a permis à l'État de lever 25,6 Mds USD de fonds. La capitalisation boursière de cette seule entreprise représente plus de deux

fois le PIB de l'Arabie (783 Mds USD). Le flottant est très modeste, puisqu'il s'élève à 1,3% du total pour un nombre de plus de cinq millions d'actionnaires, l'État saoudien détenant toujours les 98,7% restants.

Les recettes de privatisation vont alimenter le véhicule souverain PIF, qui regroupe l'ensemble des participations étatiques.

Notre opinion – La valorisation est un peu inférieure (5%) à la fourchette basse de l'estimation des autorités avant la cotation.

Afrique sub-saharienne

Nigéria : une perception légèrement moins bonne, malgré un endettement stable

L'agence de notation Moody's a baissé de stables à négatives ses perspectives sur le *rating* du pays (c'est-à-dire les capacités du Nigeria en tant qu'émetteur d'obligations à honorer ses engagements). En novembre 2017, l'agence de *rating* avait déjà abaissé la note de l'émetteur souverain de B1 à B2, tout en maintenant une perspective stable.

Cette dégradation pourrait compliquer l'intention du gouvernement de mobiliser des ressources financières *via* des emprunts sur le marché, afin de financer le déficit que connaît son budget. Effectivement, Muhammadu Buhari, le chef de l'État nigérien a présenté un budget de dépenses records pour 2020, qui s'élève à 33,8 milliards de dollars, soit une hausse de 13% par rapport à 2019.

Ce mouvement est principalement motivé par deux raisons. D'une part, le gouvernement affiche une faible capacité à collecter les ressources fiscales nécessaires pour équilibrer son budget (à peine 8% du PIB et issues principalement des taxes pétrolières). Les recettes de l'État devraient effectivement rester faibles, malgré des mesures prises récemment, telles que la hausse de la TVA de 5% à 7,5%. L'État a effectivement dû recourir à un soutien de sa Banque centrale (CBN) à l'image des politiques de « *quantitative easing* » des pays développés pour le financement de la dette publique. La CBN a ainsi consenti des avances s'élevant à 2,59% du PIB (dont 1,4% sous forme obligataire) à un coût assez élevé pour les pouvoirs publics : le taux d'intérêt s'est élevé à 13,5%.

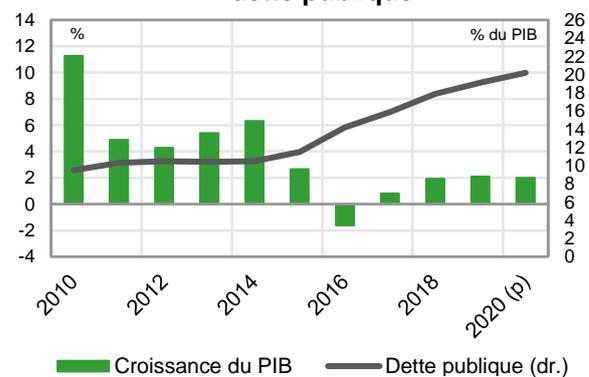
Même si elle a augmenté de 10% à 19% du PIB au cours des cinq dernières années (cf. graphique), la dette publique du Nigéria est très modérée, puisqu'elle s'élève à 19% du PIB fin 2019, un niveau très inférieur au seuil maximal de 50% généralement admis pour les pays émergents. Néanmoins, le pays a augmenté son endettement à court terme en

émettant des titres obligataires, dont 16 milliards de dollars détenus par des investisseurs étrangers et donc le pays devient donc un peu plus dépendant.

Toutefois, les déficits budgétaires devraient rester modérément contenus à 4% du PIB soit un niveau assez proche de la croissance économique, ce qui entraîne une relativement bonne stabilité du niveau d'endettement du souverain à moins de 20% du PIB. Un niveau qui reste enviable pour de nombreux pays émergents.

La croissance réelle est faible et estimée aux alentours de 2% pour les prochaines années. Cet environnement de faible croissance rend très difficile la réalisation des différents objectifs du gouvernement : promouvoir la diversification économique, accroître la compétitivité et réduire les inégalités sociales. Par ailleurs, les analystes estiment que le rythme de progression de la dette sera difficilement soutenable sur le moyen terme et que le montant des dépenses publiques affectées au règlement des intérêts représente un poids trop important dans le budget. Des ajustements seront donc nécessaires.

Nigéria : croissance du PIB et dette publique

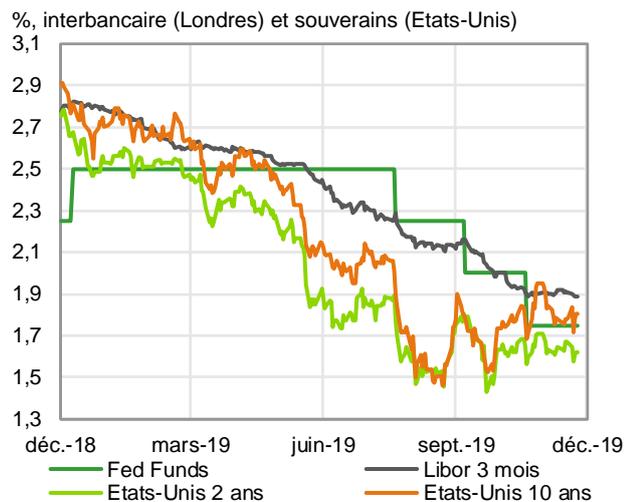


Sources : FMI, Crédit Agricole S.A.

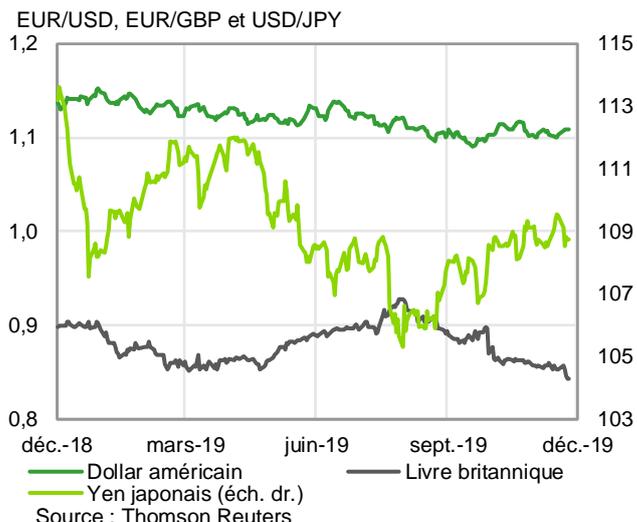
 **Notre opinion** – Bien que préoccupant, le changement de perspective est peu surprenant et illustre une légère détérioration des fondamentaux macro-économiques : l'augmentation de la dette publique à 19% du PIB (contre 9% en 2009) et l'augmentation du déficit budgétaire à 4% du PIB en 2019 selon le FMI, ce qui devrait inciter les autorités à resserrer la politique fiscale.

Tendances à suivre

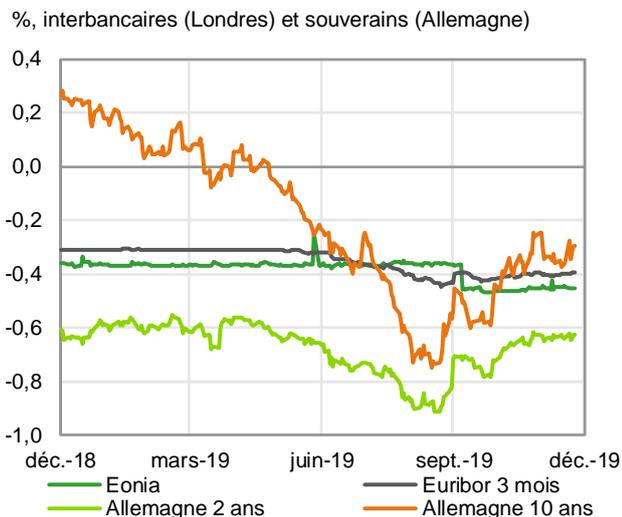
Taux d'intérêt en dollar américain



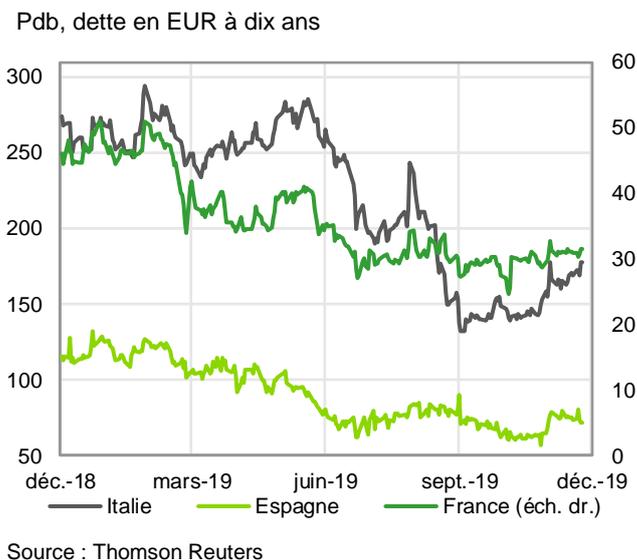
Taux de change des principales devises



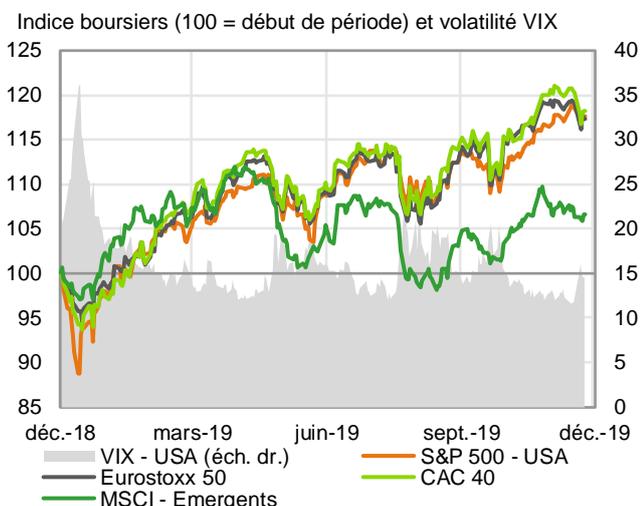
Taux d'intérêt en euro



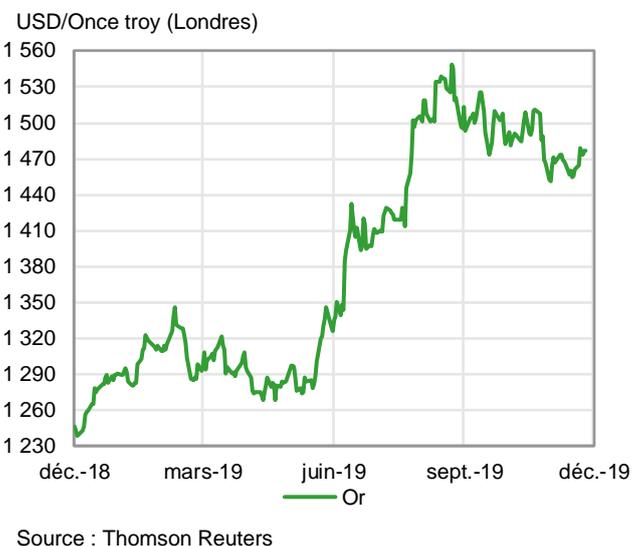
Spreads souverains européens avec le Bund



Marché actions

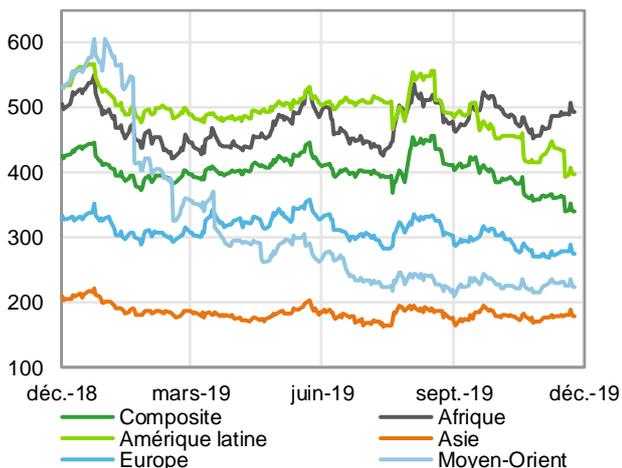


Cours de l'once d'or



Spreads souverains émergents avec le T-Bond

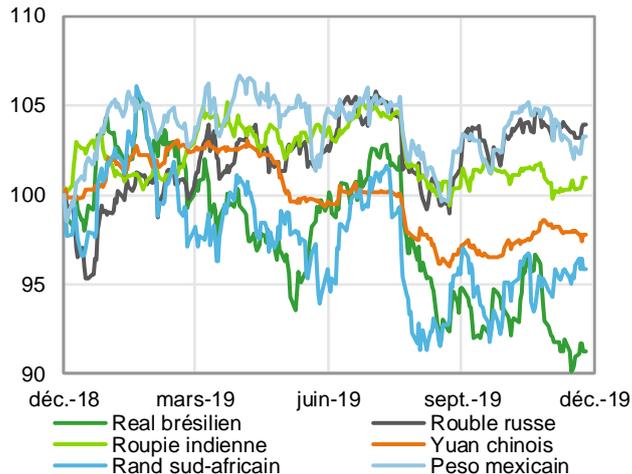
Indices EMBI+ (pdb, dette en USD de plus d'un an)



Source : JP Morgan

Devises émergentes

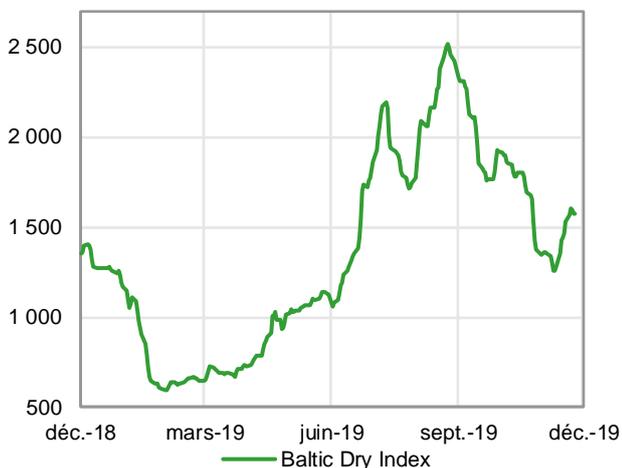
/USD (indice 100 = début de période)



Source : Thomson Reuters

Coût du transport maritime de vrac sec

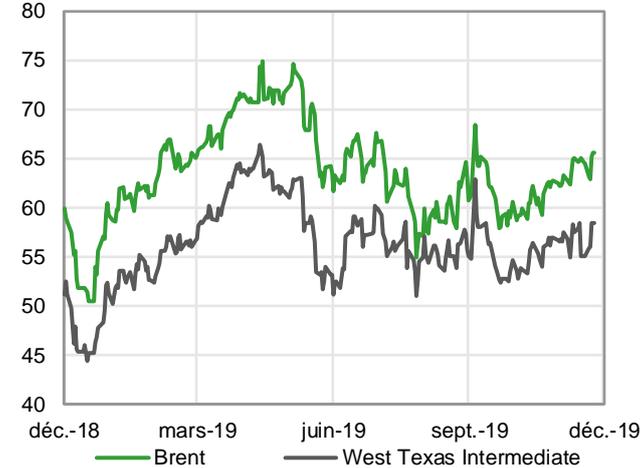
Baltic Dry Index (USD/point)



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

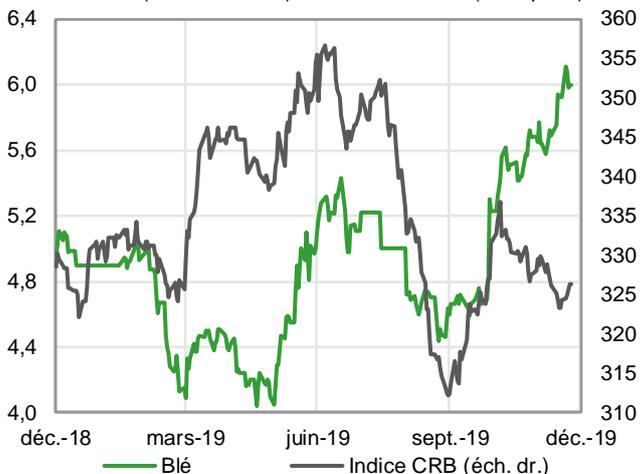
USD/tonne métrique



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 |
|------------|--|-------------------|
| 06/12/2019 | <u>Monde – L'actualité de la semaine</u> | Monde |
| 04/12/2019 | <u>Taux bas : appréhender l'incompréhensible, admettre l'impuissance</u> | Europe |
| 02/12/2019 | <u>France – L'horizon s'éclaircit pour l'industrie manufacturière</u> | France |
| 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 |
| 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 |

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 : Tancrede POLGE

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 : 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.