

# Perspectives

Hebdomadaire – N°20/019 – 31 janvier 2020

## MONDE – L'actualité de la semaine

### 👉 Les marchés dans la crainte d'un impact significatif de l'épidémie du coronavirus

Après les risques géopolitiques, c'est une peur mondiale d'une tout autre nature qui secoue les marchés actuellement : l'épidémie du coronavirus 2019-nCoV qui progresse rapidement. Même si son taux de mortalité semble inférieur à celui observé en 2002 et 2003 dans le cadre de l'épidémie de SRAS, le rythme d'infection (près de 10 000 cas de contaminations à ce jour) est supérieur, conduisant l'Organisation mondiale de la santé (OMS) à décréter l'urgence sanitaire mondiale. Nous ne disposons pas encore de chiffres permettant d'évaluer l'impact de l'épidémie (les enquêtes PMI chinoises de janvier publiées cette semaine ont été conduites avant le 20 janvier), mais on peut d'ores et déjà estimer qu'il devrait être significatif. Nous avons révisé à la baisse notre prévision de croissance chinoise pour 2020 à 5,7%, contre 6% précédemment, en raison de l'impact négatif sur la consommation et l'investissement.

Le sentiment des marchés a donc été dominé par l'aversion au risque. Celle-ci a précipité une chute des taux obligataires sans risque (baisse de 12 points de base du taux dix ans américain et 8 points de base pour le taux dix ans allemand sur la semaine) et poussé les indices actions vers le bas de manière généralisée à travers le globe (notamment en Europe où l'Eurostoxx 50 a perdu près de deux points et demi, tandis qu'aux États-Unis la perte a été plus contenue à -0,4%). La volatilité s'est évidemment accrue avec une hausse de 2,1 points du VIX (indice de volatilité implicite du S&P 500). En même temps, la réduction du risque politique en Italie a favorisé la baisse des taux italiens et un resserrement de la prime de risque italienne de 22 points de base sur la semaine écoulée. L'euro termine la semaine stable vis-à-vis du dollar américain. Si un optimisme relatif règne concernant les perspectives économiques des États-Unis, c'est la victoire probable de Bernie Sanders aux primaires du parti démocrate les 3 et 11 février

(caucus de l'Iowa et du New Hampshire) qui a commencé à hanter les esprits à cause du positionnement à gauche et anti-establishment du candidat. C'est la livre sterling qui enregistre la plus forte performance sur la semaine face au dollar, la BoE ayant laissé inchangée sa politique monétaire en janvier, alors que les marchés mettaient une forte probabilité sur une baisse du taux directeur. Cela étant dit, la porte reste ouverte à un assouplissement dans les prochains mois, en ligne avec notre scénario. Côté *Brexit*, le Royaume-Uni sort de l'Union européenne officiellement aujourd'hui à minuit, mais le plus difficile est à venir. Une nouvelle phase de négociations intenses s'ouvre afin de définir les détails du partenariat futur, mais aussi pour préparer sa mise en œuvre, l'objectif étant une entrée en vigueur de l'accord futur le 1<sup>er</sup> janvier 2021.

- ☞ France : un PIB très décevant au T4 2019, des détails (un peu) plus rassurants..... 3
- ☞ Zone euro : nouvelle décélération de la croissance du PIB au T4..... 3
- ☞ Zone euro : le regain de confiance dans l'activité à venir suggère un redressement de la croissance au T1 20... 4
- ☞ Italie : vote des régionales, un rééquilibrage fragile du gouvernement..... 5
- ☞ Italie : agenda 2023 ?..... 6
- ☞ Italie : le chômage stable en décembre ..... 6
- ☞ Grèce : la confiance renaît-elle ?..... 7
- ☞ La BoE maintient ses taux inchangés en janvier, mais signale une baisse de taux à venir si les données dures ne confirment pas le rebond des enquêtes..... 8
- ☞ Europe centrale et orientale : l'endettement public en réduction..... 9
- ☞ Chine : le cygne noir ..... 10
- ☞ Mexique : ambitions contradictoires et résultats peu probants..... 12
- ☞ Moyen-Orient/Afrique du Nord : vers une multiplication des plans de soutien du FMI ? ..... 13
- ☞ Afrique sub-saharienne : un sommet Afrique-Royaume-Uni pour renforcer les liens commerciaux..... 14

Aux États-Unis, le flot de données économiques et le FOMC de janvier n'ont pas réservé de surprise majeure. La croissance devrait continuer d'évoluer autour de son rythme potentiel et la solidité du marché du travail suggère que la consommation privée devrait rester son principal moteur. La confiance des consommateurs a fortement rebondi en janvier (à 131,6 après un chiffre révisé à la hausse à 128,2 en décembre), avec à la fois une hausse de l'indice de situation actuelle et de l'indice des anticipations. Le FOMC a laissé la fourchette cible des *Fed funds* inchangée à 1,50%-1,75%, en ligne avec les anticipations et a étendu les opérations *repo* au moins jusqu' au mois d'avril. Le communiqué a laissé inchangée la *forward guidance* du mois de décembre, notant que le FOMC considérait que sa politique monétaire actuelle était appropriée pour permettre le maintien de l'expansion de l'activité à des rythmes soutenus, des conditions solides sur le marché du travail et un retour du taux d'inflation à la cible de 2%. Cela suggère que la Fed n'envisage pas de changement de sa politique monétaire, sauf en cas de changement significatif des perspectives de croissance. Même si les créations d'emplois ont ralenti en 2019, elles restent élevées et d'autres indicateurs sur le marché du travail sont rassurants, notamment un taux de chômage proche de ses plus bas depuis cinquante ans. Le communiqué de la Fed a ainsi soutenu le dollar par rapport aux devises à faible rendement. La Fed a toutefois signalé qu'elle réagirait s'il y avait un « changement significatif » et a noté des inquiétudes concernant le taux

d'inflation toujours faible. Le communiqué a par ailleurs répété que le Comité allait continuer de surveiller les événements futurs et leur implication pour les perspectives économiques, y compris les développements mondiaux et la faiblesse des pressions sur l'inflation. Nous continuons donc d'anticiper le maintien des taux à leurs niveaux actuels au cours des prochains mois, mais nos prévisions de croissance tablent sur un léger ralentissement courant 2020, nous continuons de prévoir une baisse de taux par la Fed au deuxième trimestre.

La croissance du PIB américain au quatrième trimestre est ressortie à 2,1% en rythme annualisé, soit le même rythme qu'au troisième trimestre (notre prévision et celle du consensus étaient de 2%). La consommation des ménages a ralenti à 1,8%, après 3,1% au troisième trimestre. L'investissement non résidentiel s'est contracté de 1,5% pour le troisième trimestre consécutif. Une contribution solide de 1,9 point de pourcentage des exportations nettes a permis de compenser la contraction des stocks. La demande intérieure hors stocks a continué de croître de manière relativement soutenue au rythme trimestriel annualisé de 1,7%, après 2,3% au troisième trimestre. Néanmoins, ce ralentissement est allé de pair avec une baisse de l'inflation à 1,3% (selon le déflateur des dépenses de consommation sous-jacentes *core PCE*) depuis 2,1% au troisième trimestre. Sur l'ensemble de l'année 2019, la croissance s'élève à 2,3%, au-dessus de la croissance potentielle.

## Zone euro

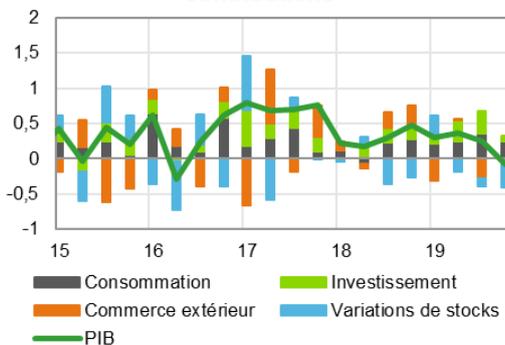
### France : un PIB très décevant au T4 2019, des détails (un peu) plus rassurants<sup>1</sup>

Le PIB recule de 0,1% au quatrième trimestre 2019, après avoir progressé de 0,3% par trimestre sur les trois premiers trimestres de l'année, selon les premières estimations de l'Insee. La consommation des ménages ralentit (+0,2%, après +0,4% au T3), pénalisée par une moindre consommation d'énergie due aux températures élevées à l'automne et par l'impact des grèves sur certains secteurs, tels que la consommation de services de transport. Néanmoins, la contraction de l'activité est uniquement due à une contribution très négative des variations de stocks à hauteur de 0,4 point de PIB. Selon l'estimation de l'Insee, le déstockage est notamment dû à la maintenance d'une raffinerie et aux blocages

des grèves qui ont conduit à une contraction de la production dans le secteur manufacturier en décembre. L'effet serait alors très temporaire.

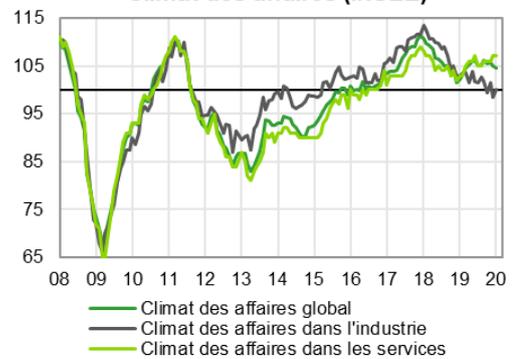
Le niveau actuel des enquêtes de conjoncture indique également que la contraction de l'activité est temporaire, les enquêtes étant toujours en zone d'expansion économique et supérieures à leurs moyennes historiques. Malgré les grèves récentes, les chefs d'entreprises restent donc optimistes selon les dernières enquêtes. Ainsi, un restockage au premier semestre 2020 ou des révisions des chiffres du T4 nous paraissent assez probable.

**Croissance trimestrielle et contributions**



Sources : Insee, Crédit Agricole S.A.

**Climat des affaires (INSEE)**



Sources : IHS Markit, Crédit Agricole S.A.

**☑ Notre opinion** – En anticipant les futures révisions ou un restockage au premier semestre, notre prévision de croissance pourrait être légèrement revue à la baisse autour de 1,1% de croissance en 2020 (contre 1,2% aujourd'hui), la contraction de l'activité au T4 2019 ayant un impact très négatif sur l'acquis de croissance pour 2020.

Cependant, notre scénario semble toujours d'actualité. En effet, nos prévisions pour le T4 faisaient état d'un léger ralentissement de la consommation des ménages à +0,3% au T4, avec l'impact des grèves, la consommation est légèrement inférieure à +0,2%. Nous anticipons également le net ralentissement de l'investissement avec une prévision à +0,4% au T4, contre +0,3% réalisé. Les moteurs de l'activité du pays restent donc ceux annoncés avec une demande intérieure hors stocks assez robuste, malgré les vagues successives de mouvements sociaux.

### Zone euro : nouvelle décélération de la croissance du PIB au T4

La croissance du PIB en zone euro au dernier trimestre 2019 s'établit à 0,1% en variation trimestrielle, après 0,4% au premier trimestre, et 0,2% aux deuxième et troisième trimestres. La croissance du PIB de la zone au T4 est légèrement inférieure à nos estimations (de 0,1 point) et entérine une nouvelle phase de ralentissement de l'activité. Le PIB français a surpris à la baisse avec un recul de 0,1% au T4 (contre +0,2% anticipé par le consensus). Ce fléchissement de l'activité française s'explique principalement par un effet de déstockage

qui plombe la croissance de 0,4 point de PIB au T4, alors même que la demande domestique demeure robuste et la demande extérieure s'avère neutre en contribution trimestrielle.

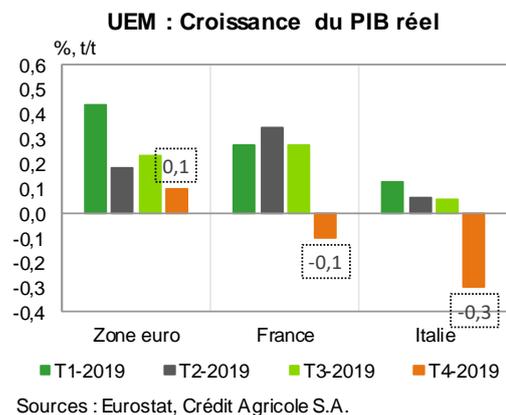
Le PIB italien a reculé de 0,3% au T4 (après +0,1% à chacun des trois premiers trimestres) ce qui est inférieur à nos prévisions (+0,1%) et laisse un effet d'acquis négatif de 0,2% pour l'année 2020. En glissement annuel, la croissance du PIB s'avère nulle au T4. Nous ne disposons pas encore du détail de cette croissance, mais les informations publiées

<sup>1</sup> Pour en savoir plus, consultez [notre Flash PIB](#).

par Istat soulignent une « forte » réduction de la valeur ajoutée dans l'industrie et l'agriculture, tandis que celle des services est restée stable. L'institut italien révèle également que la contribution de la demande extérieure à la croissance est positive, tandis que celle de la demande domestique est négative. Nous supposons que l'investissement se serait contracté plus fortement qu'au T3 et que la consommation se serait affaiblie, après une accélération au précédent trimestre.

L'Espagne finit l'année avec une croissance plus dynamique que prévu. Selon la première estimation de l'INE, le PIB a progressé de 0,5% au T4 en variation trimestrielle et de 1,8% en glissement annuel, hissant ainsi la croissance à 2% en moyenne annuelle en 2019. La surprise est venue du secteur extérieur qui, avec une contribution de 0,6 point, a compensé le faible concours de la demande domestique à l'activité. Avec une croissance nulle au T4, le rebond de la consommation aura été de courte durée. Cette faiblesse de la consommation au T4 se reflète également sur les importations qui ont reculé de 1,2%. En dépit de meilleures performances dans l'industrie (+0,7%), l'investissement s'est contracté (-3,2%) sur la période. Dans le même temps, les exportations ont progressé de 1,5%. Enfin, dans ce

contexte, l'emploi aura continué de progresser avec une hausse annuelle de 2%. La croissance du PIB allemand ne sera disponible que mi-février, mais nous estimons que notre prévision de croissance déjà très modeste (à hauteur de +0,1% au T4) demeure réaliste. Le pays a déjà enregistré de forts mouvements de déstockage durant les précédents trimestres et la demande domestique ne montre pas de signe d'affaiblissement. Pour la zone euro dans son ensemble, l'acquis de croissance laissé par le T4 s'élève à 0,2% pour l'année 2020.

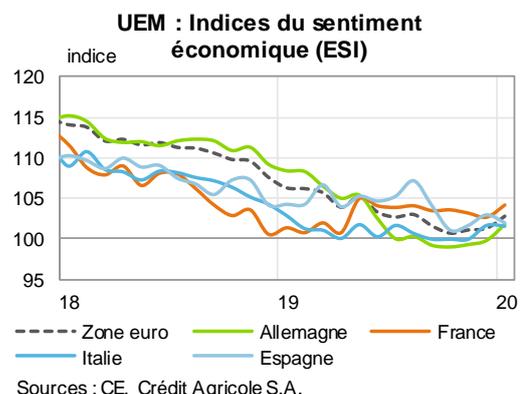


**Notre opinion** – La zone euro termine l'année par un nouveau ralentissement de son activité, alors que nous estimions qu'elle conserverait son rythme de croissance du T3. Les résultats de la croissance en France et en Italie viennent peser sur cette trajectoire, même si l'Espagne affiche des performances plus dynamiques que le reste de la zone. Reste néanmoins une inconnue : la croissance allemande qui sera dévoilée seulement mi-février. Toutefois, la composition de la croissance dans certains pays suggère davantage de précaution sur les perspectives de croissance de la zone. L'affaiblissement de la consommation et de l'investissement pourrait endommager plus fortement la croissance de 2020 et le rétablissement du secteur industriel demeure toujours incertain.

**Zone euro : le regain de confiance dans l'activité à venir suggère un redressement de la croissance au T1 2020**

L'indice du sentiment économique en zone euro s'est amélioré de 1,5 point au mois de janvier pour s'établir à 102,8 points. Cette amélioration résulte d'un regain de confiance des entreprises dans le secteur industriel, ainsi que dans la construction. La confiance dans les services et celle parmi les consommateurs est globalement restée inchangée, tandis que la confiance dans le secteur de la vente au détail s'est légèrement détériorée. Au sein des grands pays de la zone, l'enquête dévoile une embellie de l'indice de confiance de l'activité en Allemagne (+2 points) et en France (+1,5 point). L'indice reste globalement stable en Italie et aux Pays-Bas, tandis qu'il recule plus significativement en Espagne. De façon agrégée, la confiance dans l'industrie remonte grâce à des perspectives de production et des commandes globalement plus positives que par le passé. Dans le secteur des services, le moral des entreprises reste plutôt stable, en raison de la faible visibilité sur la demande. La confiance du consommateur reste également

inchangée avec un même niveau de satisfaction concernant leur situation financière. La baisse de confiance dans le secteur des ventes au détail résulte d'opinions moins optimistes sur l'avenir du chiffre d'affaires du secteur. Le regain de confiance dans le secteur de la construction provient essentiellement de l'essor des nouvelles commandes.



☑ **Notre opinion** – *L'indice du sentiment économique en zone euro remonte en janvier à son plus haut niveau depuis cinq mois. Les responsables d'entreprises soulignent une activité toujours soutenue dans les secteurs des services et de la construction qui tirent l'ensemble de la croissance de la zone. Le secteur industriel fait preuve d'un frémissement très attendu, notamment en Allemagne où celui-ci représente une part très conséquente de la valeur ajoutée du pays. Si ces signaux sont des raisons de croire en une accélération de la croissance en ce début d'année, la confiance du consommateur, qui est déterminante pour la consommation, semble encore très morose, sans signe réel de regain de visibilité sur l'emploi et les progressions salariales.*

👉 **Italie : vote des régionales, un rééquilibrage fragile du gouvernement**

En Émilie-Romagne le résultat est sans appel :

- ✓ Victoire du candidat du centre-gauche ; progression du Parti démocrate (PD) (34,7%) par rapport aux européennes de mai dernier (31,2%) ; capacité à mobiliser l'électorat de gauche avec 17,7% de nouvelles voix en provenance de l'abstention, 9% en provenance du M5S et même 6% en provenance du centre-droit (dont 4% de la Ligue).
- ✓ Victoire surtout d'un bilan local positif, puisque le candidat recueille plus de voix (51,4%) que l'ensemble des listes le soutenant (48,2%) (dans un système mixte qui permet le vote à la fois pour la liste et le candidat, y compris un vote disjoint).
- ✓ Pas de défaite du centre-droit, qui reste confortablement installé dans une région traditionnellement à gauche et qui ressort majoritaire dans les villes de moins de 4 000 électeurs. Cependant, la candidate du centre-droit perd des voix surtout en faveur de l'abstention (12,5%), mais aussi du PD (7,1%). La ligue suit ce même mouvement à la baisse (32%) par rapport aux européennes (33%° avec une fuite des électeurs surtout vers l'abstention (15%), mais aussi vers *Fratelli d'Italia* (8%) et le PD (4%).
- ✓ Le M5S est le vrai perdant à 4,7% des voix exprimées, après 12,9% aux européennes et

27,5% aux législatives de 2018. Après avoir perdu des électeurs à la faveur de la Ligue au cours des précédents scrutins, les régionales marquent la fuite de son électorat vers la gauche.

Le panorama politique en Émilie-Romagne assume une configuration clairement bipolaire avec les deux principaux partis (PD et Ligue) cumulant 66,7% des voix et les deux coalitions, centre-droite et centre-gauche, 93,7%. En ressortent, en revanche, fortement pénalisés le M5S et *Forza Italia* de S. Berlusconi.

Plus globalement, en prenant en compte le résultat en Calabre où le PD est le premier parti, le centre-gauche gagne des positions, surtout auprès des jeunes et le PD se renforce.

En Calabre c'est le centre-droit qui l'emporte avec un candidat de *Forza Italia*, qui montre à quel point le rôle de ce parti est encore déterminant dans le sud. Et ceci d'autant plus qu'il faut y séduire les nombreux électeurs en fuite du M5S. *Fratelli d'Italia* en sort aussi renforcé et la coalition de centre-droit se retrouve plus équilibrée, avec une moindre domination de la Ligue. La montée de *Fratelli d'Italia* et de *Forza Italia* s'est immédiatement concrétisée par la revendication d'un *leadership* différent pour la coalition.

☑ **Notre opinion** – *La débâcle du M5S ouvre la voie à des grandes manœuvres en son sein. L'aile « neutraliste » (ni à gauche, ni à droite) a réussi à imposer le chef de délégation, ainsi que le régent dans l'attente de la nomination du nouveau chef du mouvement au cours des « États-généraux », qui ont été reportés de mars à avril. Alors que la révision de l'agenda gouvernemental presse en amont de la programmation pluriannuelle des finances publiques d'avril, le jeu de pouvoir interne au M5S risque de paralyser l'action de la majorité. Alors que le centre-gauche, fort de sa victoire veut réorienter l'agenda politique vers ses propres thèmes, l'aile neutraliste du M5S pourrait surenchérir avec un programme plus revendicatif et moins partagé. La réforme de la justice, la réforme de la loi électorale, la révocation des concessions des autoroutes, sont autant de pommes de discorde potentielles entre les deux forces au gouvernement. Entre temps, le calendrier électoral pourra confirmer ou infirmer les résultats récents avec de nouvelles élections dans quatre régions entre avril et mai.*

 **Italie : agenda 2023 ?**

La dynamique positive du centre-gauche aux élections régionales en Émilie-Romagne pousse le parti à reprendre la main sur l'agenda gouvernemental, afin d'imprimer son empreinte à la deuxième phase de la législature et à projeter son action à l'horizon 2023. Cette reprise en main est entravée par la débâcle du M5S et la réorganisation en cours au sein du mouvement. Malgré l'existence de clivages importants entre les deux forces de gouvernement sur plusieurs dossiers, un domaine permet de trouver un terrain d'entente, celui de la simplification de la fiscalité sur les personnes et de la baisse du taux de prélèvement. Sur ce front, la cadence accélère avec une première mesure de baisse des cotisations salariales (une baisse de 600 € sur les rémunérations entre 8 200 et 28 000 €, décroissante jusqu'à 40 000 €). Cette mesure, effective dès juillet 2020 et préfinancée en 2021, concernerait 16 millions de salariés. Le grand chantier de la réforme de l'IRPP devrait aussi s'ouvrir rapidement, avec une loi déléguée qui sera rendue effective par des décrets délégués dès le début 2021.

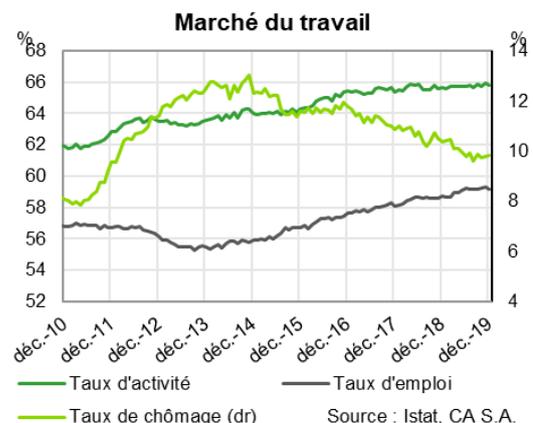
Simplification et baisse des charges sur le travail sont les mots-clés de la réforme selon les indications

du FMI et de l'OCDE. Le financement viendrait de la réorganisation du barème de la TVA, du réaménagement des déductions, crédits d'impôt et niches fiscales, mais aussi de recettes inattendues qui feraient déjà projeter un déficit inférieur au niveau de 2,2%, en concordance avec la Commission européenne. Les propositions des différents partis varient, mais peuvent facilement se retrouver autour des quelques points-clés. Le M5S veut un barème à trois taux avec un quotient familial, mais cette proposition est trop coûteuse pour un gouvernement qui dispose de marges budgétaires très restreintes. *Italia Viva* de M. Renzi et la gauche plus radicale de LEU soutiennent l'idée d'une déduction de base universelle à 8 000 € (+ 8 000 € pour le conjoint à charge) et un barème à trois ou quatre taux prévoyant la suppression de toutes les déductions et crédits d'impôt (à l'exception de ceux pour les emprunts sur la résidence principale, pour les cotisations retraite et pour le remboursement des frais médicaux). Les déductions pour enfant à charge disparaîtraient aussi pour être intégrées dans une prestation sociale qui engloberait toutes les allocations familiales.

 **Italie : le chômage stable en décembre**

Le taux de chômage en Italie ressort stable en décembre. À 9,8%, l'absence de variation s'explique par une légère progression des chercheurs d'emploi (+0,1% par rapport à novembre) et un recul de l'emploi (-0,3%, soit 75 000 individus). Suite à une hausse du nombre d'inactifs (+0,3%), le taux d'inactivité grimpe de 0,1% à 34,2%, concentré fortement chez les femmes (43,3%), tandis que chez les hommes l'indicateur s'affiche à 25%.

Sur un an, l'emploi a crû de 0,6% (+136 000 employés), le nombre de personnes à la recherche d'emploi a reculé de 5,3% (-143 000) et les inactifs de 0,9% (-115 000). L'emploi salarié a progressé de 1,2%, dont 1,5% pour les contrats à terme et 1,1% pour les contrats à durée indéterminée, et le nombre d'indépendants a reculé de 1,3% (-71 000).



**Notre opinion** – Le marché de travail italien commence à montrer des signes d'essoufflement. En effet, le taux de chômage stagne depuis juin 2019, après une longue période de correction positive (pour rappel le pic a été atteint en 2014, à 12,7% en moyenne). Le ralentissement de l'activité économique observée depuis 2018 ne s'est pas reflété immédiatement sur l'évolution de l'emploi, qui est toujours en phase de rattrapage par rapport à la période de pré-crise. Effectivement, le chômage s'affichait à 6,1% en moyenne en 2007 en Italie, contre 8% en France et 8,5% en Allemagne. En 2019, l'indicateur se retrouve presque au même niveau en France (8,5%) et à 3,2% en Allemagne (où les réformes Hartz adoptées entre 2003 et 2005 ont fait baissé brutalement le taux de chômage, qui était de 11,2% en 2005). Nous observons donc que l'Italie, à la différence de ses partenaires, n'a pas seulement échoué à récupérer ses niveaux d'avant crise (où son niveau de chômage était le plus faible parmi les trois économies), mais que le marché du travail s'essouffle à nouveau, mais à des niveaux assez élevés (il ne faut pas oublier que le chômage s'affiche à 29% chez les 15-24 ans et à 14,7% chez les 25-34 ans).

*Ce constat doit être relativisé par rapport à la croissance, et c'est ici que le risque s'accroît car, bien que l'emploi ait progressé en 2018 (où le PIB avait crû de seulement 0,7%, contre 1,7% en 2017) et en 2019, l'essoufflement de l'activité manufacturière (baisse de l'utilisation de la capacité installée, du taux de marge et de la valeur ajoutée dans l'industrie) ne permettra pas créer de l'emploi de qualité. Par conséquent, le risque d'une remontée du chômage structurel sera plus élevé, soit l'emploi sera plus précaire.*

 **Grèce : la confiance renaît-elle ?**

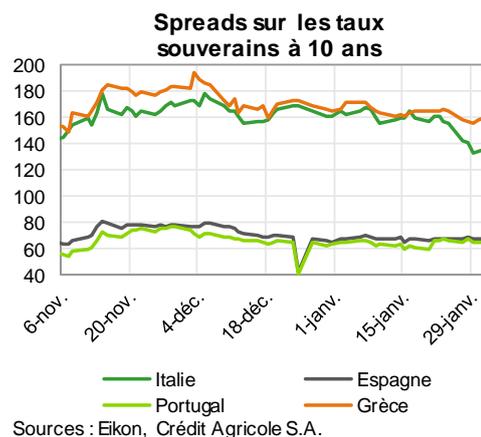
Il semblerait que oui. Trois événements nous ont alertés cette semaine et indiquent que les efforts entrepris par le gouvernement de Kyriákos Mitsotákis commencent à porter leurs fruits.

Premièrement, l'agence de notation Fitch a amélioré la note souveraine du pays de BB- à BB, assortie d'une perspective positive. La Grèce reste encore deux crans en dessous de l'*investment grade*, mais cet *upgrade* est indéniablement un signe positif pour les marchés qui n'ont pas tardé à réagir. Pour la première fois depuis novembre 2009, le *spread* des taux longs a atteint un point bas de 155 points de base le 29 janvier pour légèrement remonter ce vendredi à 165 pb. Le taux à cinq ans est, quant à lui, passé sous le seuil de 0,5% depuis le 24 janvier (0,374%, le 28 janvier).

Les conditions semblaient donc réunies pour la première émission à quinze ans depuis 2009. Mardi 28 janvier, le pays a emprunté 2,5 milliards avec un coupon de 1,875%. La demande pour cette obligation dont l'échéance court jusqu'en 2035 a atteint 18 milliards d'euros, preuve que le discours de normalisation martelé par le gouvernement de nouvelle démocratie depuis sa prise de fonction trouve un écho dans une période de faibles rendements.

Enfin, la clôture des comptes publics de 2019 indique que le pays devrait respecter ses engagements de solde primaire, avec un excédent estimé à 3,7%. Malgré les mesures sociales engagées par le gouvernement précédent d'Alexis Tsipras qui laissaient craindre une déviation des finances publiques, le rééquilibrage entrepris par le nouveau

gouvernement au cours du second semestre aura permis de respecter le budget initial, qui prévoyait un excédent primaire de 3,6% du PIB. Ces efforts devraient donner des arguments au ministre des Finances grec Christos Staikouras, alors que le gouvernement attend une décision positive du prochain Eurogroupe qui devrait se tenir en mars. Il souhaiterait accroître ses marges de manœuvre fiscales et propose la possibilité de transférer tout dépassement de l'excédent primaire à l'année suivante (mécanisme de lissage), de retirer les dépenses extraordinaires liées à la crise migratoire du calcul du solde public et d'utiliser des revenus provenant des avoirs en obligations grecques de la BCE en investissements. En ce qui concerne l'objectif de réduction des excédents primaires, la décision sera probablement reportée à l'automne, avant la présentation du budget de l'État pour 2021.



**☑ Notre opinion** – *Le gouvernement a multiplié les mesures visant à améliorer l'attractivité de la Grèce et à restaurer la confiance dans le pays, notamment en direction des investisseurs européens. Le forum d'investissement franco-grec qui s'est tenu à Paris le 29 janvier entre dans le cadre de cette campagne de promotion. En présence du ministre français des Finances ainsi que d'une délégation du gouvernement grec, cette rencontre nous éclaire davantage sur la seconde étape de la stratégie de Kyriákos Mitsotákis qui entend faire de l'investissement le moteur de la croissance à court terme, tout en redéfinissant la place de la Grèce dans la sous-région. Les secteurs-clés mis en avant sont les transports, avec une hausse des investissements visant à améliorer le rôle du pays en tant que hub régional (réseau ferré), l'énergie (privatisation d'une partie de la Hellenic petroleum et de la société de gaz grecque) et le tourisme (création d'un grand projet de ville nouvelle).*

## Royaume-Uni, pays scandinaves

### La BoE maintient ses taux inchangés en janvier, mais signale une baisse de taux à venir si les données dures ne confirment pas le rebond des enquêtes

La Banque centrale d'Angleterre (BoE) a maintenu son taux directeur inchangé à 0,75% à l'issue de sa réunion en janvier et son programme d'achats d'actifs à 435 Mds £. Pour la plupart des membres du Comité de politique monétaire (MPC), le calibrage de la politique monétaire était approprié à cette réunion : la décision a été prise à 7 voix contre 2 (pour une baisse de taux), soit le même résultat des votes qu'en décembre. Ceci a surpris les marchés qui, après les commentaires « *dovish* » de la part de certains membres du MPC plus tôt ce mois, anticipaient, sinon une baisse des taux immédiate, au moins un comité plus partagé avec plus de votes en faveur d'un assouplissement. La décision a donc été interprétée comme « *hawkish* » et la livre sterling s'est en conséquence appréciée de près de 0,70% contre l'euro et le dollar.

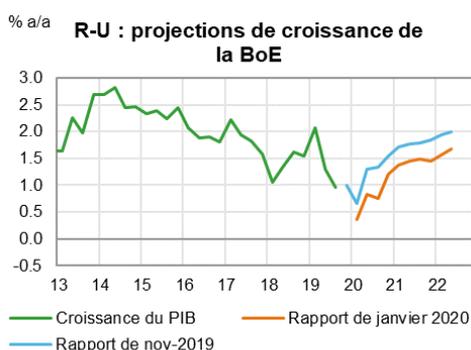
Le communiqué de la BoE a acté le rebond des enquêtes depuis les élections de 12 décembre dernier et la stabilisation de la croissance mondiale. L'importance de ces deux conditions pour le guidage des anticipations avait été signalée par la Banque centrale lors de ses précédentes réunions. Dans les prochains mois, le MPC va surveiller de près si les données « dures » d'activité confirment les signaux positifs envoyés par les enquêtes de janvier.

La BoE a révisé à la baisse significativement ses prévisions de croissance, en particulier pour l'année en cours : 0,75% pour 2020 (contre 1,25% en novembre), 1,25% en 2021 (contre 1,75% précédemment) et 1,75% pour 2022 (contre 2%). Elle anticipe une croissance trimestrielle nulle pour le T4 2019

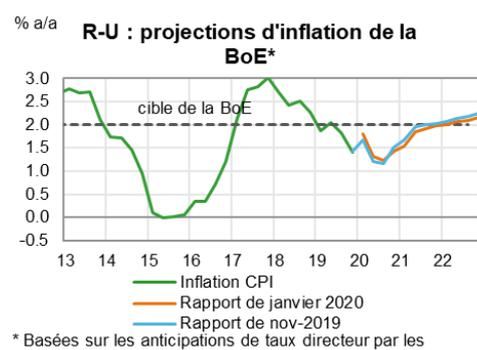
(contre 0,2% anticipé en novembre) et un léger rebond à 0,2% pour le T1 2020 grâce à « la diminution de l'incertitude à court terme et l'environnement global légèrement plus positif ». Point important, les nouvelles prévisions de la BoE sont basées sur des anticipations de marché tablant sur une baisse du taux directeur à 0,5% cette année et une légère remontée à 0,6% en 2022. Elles sont de plus conditionnées par une reprise de la croissance mondiale, une réduction supplémentaire des incertitudes liées au *Brexit* et l'assouplissement budgétaire annoncé par le gouvernement.

En dépit de leur révision à la baisse, ces rythmes de croissance permettent toujours, dans les prévisions de la BoE, un retour de l'inflation vers la cible de 2% fin 2021 et le dépassement de celle-ci en 2022, puisque la BoE a aussi révisé à la baisse ses estimations de la croissance potentielle (à environ 1% en raison de la faiblesse de la croissance de la productivité et de la croissance de la main-d'œuvre potentielle). Toutefois, pour la plupart des deux prochaines années, l'inflation CPI resterait inférieure à la cible avec un point bas à 1,2% au T3 2020.

La *forward guidance* de la BoE continue de suggérer une baisse probable des taux à court terme, si la croissance déçoit ou si l'évolution des prix reste faible. Si « plus loin » dans le futur l'économie se comporte en ligne avec les prévisions, la BoE considère « qu'un certain modeste resserrement » serait approprié et a enlevé de son communiqué l'expression « limité et graduel ».



Source : BoE, Credit Agricole S.A.



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

**Notre opinion** – Les implications pour la politique monétaire semblent en ligne avec notre scénario d'une baisse de taux au mois de mai (après la publication des données d'activité et d'inflation pour le premier trimestre). Les nouvelles prévisions d'inflation de la BoE, qui sont conditionnées à une courbe des taux forward tablant sur un taux directeur à 0,5% en 2020 et en 2021 (et à 0,6% en 2022) semblent valider ces anticipations dans la mesure où elles sont compatibles avec un retour de l'inflation CPI à la cible à l'horizon de deux ans. La *forward guidance* relative à « un certain modeste resserrement » se réfère au long terme et la suppression des mots « limité et graduel » de sa formulation suggère que la BoE n'envisagerait qu'un seul et unique mouvement contre une succession de hausses auparavant. Une communication, somme toute, plus *dovish* que la réaction des marchés semble indiquer.

## Europe centrale et orientale, Asie centrale

### Europe centrale et orientale : l'endettement public en réduction

Sur un horizon de quatre ans, la tendance baissière du niveau d'endettement des pays d'Europe centrale et orientale est clairement visible. L'amplitude est certes variée entre les différents pays, mais tous ont fait des efforts de désendettement, peu importe leur niveau de départ.

Bien que quasi la totalité des pays soient en dessous des moyennes européennes (Union européenne et zone euro), certains pays ont un grand poids de dette sur le PIB. La Croatie, la Hongrie et la Slovaquie se situent entre 62% et 75 % du PIB, ce qui est bien au-dessus des critères européens. Au-delà du respect des critères de Maastricht, cette dette, comparée aux niveaux de développement et du PIB par habitant, laisse peu de marge de manœuvre au rattrapage des niveaux de vies.

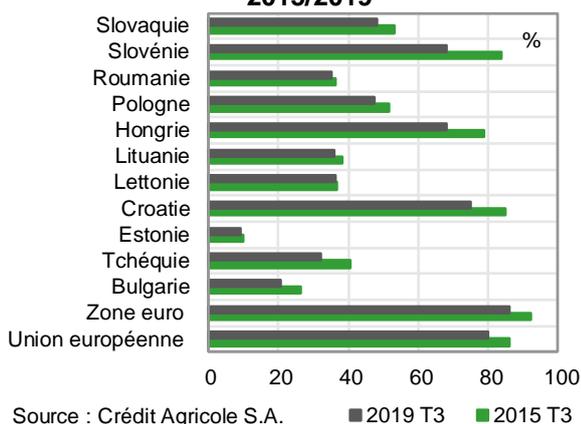
La Slovaquie a eu, après la crise financière de 2008/2009, une hausse très rapide et soudaine de

sa dette publique après avoir soutenu le secteur bancaire. Depuis son plus haut niveau en 2015, le désendettement progressif lui a permis de passer de 83% à 63% du PIB.

La Hongrie a également réduit considérablement son endettement de 76% à 63% du PIB. Néanmoins, ce niveau reste très élevé pour un pays dont le niveau de PIB par habitant en parité de pouvoir d'achat n'atteint pas encore 70% de la moyenne de l'Union européenne.

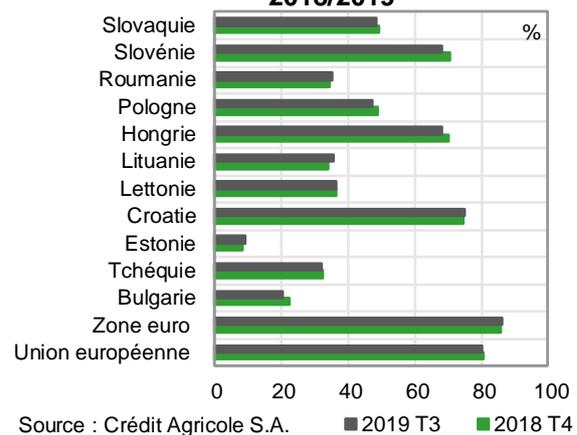
Pour la Croatie, non seulement son niveau d'endettement demeure critique (75% du PIB), mais sa diminution demeure laborieuse, laissant peu de marge aux politiques budgétaires pour stimuler la convergence économique. Le PIB par habitant en parité de pouvoir d'achat représente 62% de la moyenne de l'UE.

PECO : endettement public 2015/2019



Source : Crédit Agricole S.A. ■ 2019 T3 ■ 2015 T3

PECO : endettement public 2018/2019



Source : Crédit Agricole S.A. ■ 2019 T3 ■ 2018 T4

**Notre opinion** – En revanche depuis l'an dernier, on constate une tendance à la hausse de la dette publique pour certains pays : l'Estonie, la Lituanie et la Roumanie. Autant les pays Baltes ont un point de départ assez faible en valeur absolue et /ou niveau de développement, ceci est moins vrai pour la Roumanie.

Avec ses 35% de dette sur PIB, le pays a de grands besoins de développement de ses infrastructures, d'amélioration de ses institutions de justice, d'éducation et de santé. Toutefois, la politique budgétaire mise en place vise principalement à stimuler le pouvoir d'achat, notamment par une hausse de 50% des pensions. Cette hausse se fera progressivement jusqu'en 2024, avec une première tranche de 40% dès cette année. L'augmentation des allocations sociales pour les enfants va aussi dans le même sens. Ainsi, l'endettement public roumain risque de sensiblement augmenter dans un cadre de ralentissement de la dynamique de croissance économique.

Plus globalement, pour l'ensemble des pays d'Europe centrale et orientale, le fort vieillissement de la population et la diminution de la population active vont probablement affecter négativement leur croissance potentielle. Les finances publiques en termes de pensions, dépenses sociales et médicales vont être sous pression, avec certainement un alourdissement des niveaux d'endettement.

## Asie

### Chine : le cygne noir

Il y a beaucoup de façons de commenter le coronavirus, beaucoup de commentaires, et beaucoup de scénarios, alors qu'on n'en sait pourtant pas grand-chose – encore – de la nature exacte de ce virus... Mis à part, malheureusement, le nombre de malades déclarés, le nombre de malades supposés et le nombre de morts, que nous nous permettons de ne pas rappeler, car la désagréable comptabilité en est déjà faite dans des millions de publications.

#### Alors comment réfléchir dans l'incertitude ?

**Les scénarios s'articulent tous autour de trois points, qui vont sans doute nous occuper dans les semaines à venir :**

- 1 - L'impact direct pour la Chine, économique et politique.
- 2 - L'impact direct pour d'autres pays, qui pourraient être touchés (flux touristiques ou diaspora), plus vulnérables et/ou incapables de prendre les mesures sanitaires nécessaires au contournement du virus (l'Inde serait redoutable).
- 3 - Dans un second temps, comment les difficultés économiques chinoises pourraient toucher certains pays (contraction des flux commerciaux, interruption des *supply chain*) et secteurs (aviation, tourisme etc.).

#### À court terme, des marchés tendus

**Pour l'instant, l'inquiétude évolue donc surtout au rythme des nouvelles, qui risquent d'être encore mauvaises quelque temps, car 5 millions de personnes sont parties de Wuhan avant la mise en quarantaine.** La monnaie chinoise a été la première touchée, franchissant temporairement le seuil des 7 yuans pour 1 dollar américain, effaçant ses gains depuis mi-décembre. Les bourses asiatiques ont été également affectées par un effet confiance avec les indices à Hong Kong, à Taïwan, en Corée et au Japon, en recul de respectivement 9%, 6%, 5% et 3% depuis la mi-janvier. Et les remous se font aussi sentir en Europe, expliquant une partie du repli de 4% pour le CAC40 et de 2% pour les 600 principales capitalisations européennes sur la même période.

**Les craintes sont évidemment motivées par les fortes perturbations des chaînes de valeurs que causerait la réduction prolongée de l'activité des centres manufacturiers chinois.** Les *hubs* de Shanghai, Zhejiang, Chongqing et Canton, d'envergure mondiale, sont effectivement quasi à l'arrêt. Ces ruptures de production, associées à un ralentissement anticipé de la consommation chinoise, pèsent enfin sur la demande de matières premières. Les barils de Brent européen et de WTI américain

s'échangent respectivement à 57 dollars et 53 dollars, contre 65 dollars et 59 dollars deux semaines plus tôt. Et ce mouvement baissier affecte la plupart des produits de base dont l'acier (-2%), le cuivre (-11%), le soja (-4%) ou l'huile de palme (-7%).

#### Ce que l'on peut penser de l'impact économique

**La référence au SRAS permet d'encadrer le scénario macro-économique, mais elle a ses limites.** Certains phénomènes devraient être les mêmes, si l'on reste dans un scénario de continuellement d'ici l'été : une chute des ventes au détail qui se concentre sur le premier trimestre (-9,2% entre décembre 2002 et mai 2003) et une moindre contribution de la consommation au PIB. L'investissement, comme en 2003, serait alors très marginalement touché, et les secteurs secondaires (construction et industrie manufacturière) rebondiraient sans doute plus rapidement que les secteurs tertiaires, type services, ou surtout que les transports, qui risquent d'être les plus affectés. L'inflation pourrait légèrement augmenter, tirée par les mesures de soutien monétaire du gouvernement ou de hausse des prix des produits médicaux. Tout cela réuni donne un PIB désormais attendu par le consensus légèrement en dessous des 6%.

**Mais la comparaison s'arrête là. En effet, la structure du PIB chinois n'est plus du tout celle de 2003.** La consommation a une part plus importante, les ventes au détail aussi (40% contre 34% alors), de même que les services (54% contre 42%). Un ajustement prolongé de la consommation, en cas de crise plus longue, aurait donc un impact plus fort sur le PIB.

**Cependant, un autre facteur désormais essentiel limite au contraire l'impact sur la consommation : la digitalisation de l'économie devrait limiter la chute des ventes au détail, avec un report vers des achats en ligne.**

**Internet joue en fait un double rôle, que l'on découvre peu à peu : à la fois un coussin amortisseur économique, mais aussi une menace politique.**

#### La politique à surveiller : la situation est-elle été mieux gérée qu'en 2003 ?

D'ores et déjà la question de la responsabilité de l'État est en train de se poser. En effet, dans un régime de type autoritaire, le contrat social entre l'État et la population existe bel et bien, et est même particulièrement fort sur les questions de sécurité collective - assumées non par l'individu, mais par l'État. C'est encore plus le cas dans un pays communiste. Il ne faut pas sous-estimer ce point.

**La question de la responsabilité publique va donc se poser à deux niveaux.** D'une part, en ce qui concerne l'efficacité dans la gestion de la crise (pensons aux 70 000 morts lors du tremblement de terre de Sichuan et au scandale des « écoles en Tofu ») et, d'autre part, la transparence des autorités.

### Sur ces deux points, y-a-t-il du progrès par rapport à 2003 ?

Oui, clairement. Ainsi, le premier malade est identifié dans les deux cas début décembre, mais en 2003, il a fallu deux mois pour que l'Organisation Mondiale de la Santé soit avertie, et la collaboration ne deviendra pas efficace avant avril. Dans le cas du coronavirus, Xi Jinping a réagi quatre semaines plus tard et la collaboration avec l'OMS est rapide. Quant aux mesures de contingentement massif, elles impressionnent le monde entier.

Non : l'administration chinoise souffre des mêmes stigmates qu'en 2003. Ainsi, entre le 8 décembre et l'annonce de Xi, les autorités locales ont minimisé l'épidémie et surtout, sont accusées d'avoir cherché à cacher l'information au public. Ainsi, le 11 janvier, Pékin déclare que « tout est sous contrôle ». Le

14 janvier, un banquet de 40 000 familles est organisé à Hubeï. Ou encore, il y a cette fermeture du hashtag « *wuhansars* » sur Weibo, et surtout, et encore : des arrestations de médecins.

**Les autorités locales risquent donc de porter une grave responsabilité**, d'autant que l'urgence officielle n'a été déclarée qu'après quatre semaines pendant lesquels les Chinois voyagent, pour fêter le nouvel an lunaire. L'un des reporters de Caixin le dit clairement sur Wechat : le manque de transparence a aggravé la crise.

Mais pourquoi les autorités de Wuhan ont-elles agi ainsi, connaissant l'historique du SARS ? Il est évidemment difficile de savoir si la stratégie du gouvernement de Wuhan a été validée en haut lieu, mais nous nous permettons de penser que ce serait étonnant, le gouvernement central ayant encore en mémoire les erreurs de 2003.

**Plus probable : on aurait surtout là un exemple typique de cet « autoritarisme fragmenté » que de nombreux chercheurs dénoncent.** À savoir une fragmentation de la bureaucratie et une difficulté à collaborer entre les différents niveaux administratifs.

**✓ Notre opinion** – *En fonction du scénario sanitaire qui va se dessiner, les autorités chinoises vont compenser les risques liés à la baisse de la consommation ou la disruption des chaînes de valeur par une politique monétaire d'accompagnement et une politique fiscale incitative.*

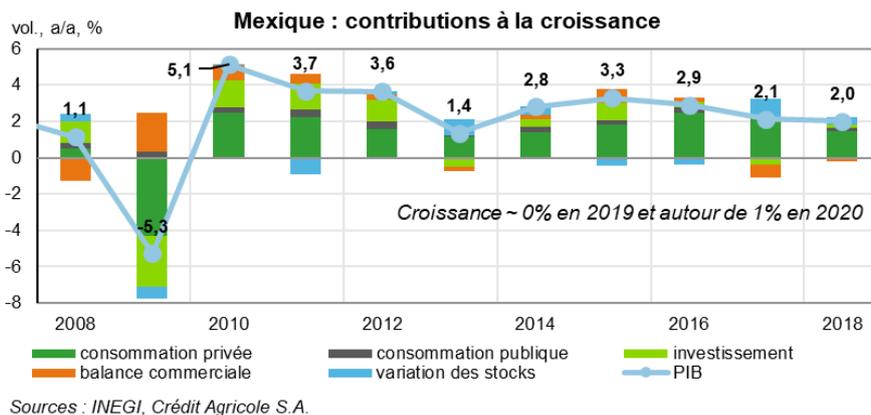
*Mais la principale question et le vrai point de différence avec 2003, c'est que cette crise arrive au moment où la Chine est déjà confrontée à un ralentissement économique et sa marge de manœuvre en matière d'endettement s'est réduite. Ce n'est donc pas seulement le virus qui menace le scénario chinois, mais plutôt l'accumulation des difficultés (incluant les effets de la guerre commerciale) dans un contexte où l'économie ralentit déjà. Et évidemment, l'impact de tout cela sur les anticipations des investisseurs, pris dans un faisceau de signaux négatifs.*

## Amérique latine

### Mexique : ambitions contradictoires et résultats peu probants

Le PIB s'est contracté de 0,1% sur l'année 2019 ; c'est la première baisse depuis 2009, année durant laquelle le PIB s'était replié de 5,3% dans le sillage de la crise financière de 2008. Par ailleurs, les exportations de PEMEX (environ 1,1 million de barils de pétrole brut par jour) ont reculé de 6,8% par rapport à 2018. Elles

atteignent ainsi, en 2019, leur niveau le plus faible depuis 1981. Cela serait dû, d'une part, à la décision du gouvernement fédéral de prioriser les expéditions de pétrole brut vers les raffineries domestiques et, d'autre part, à une diminution de la demande de pétrole brut par les États-Unis.

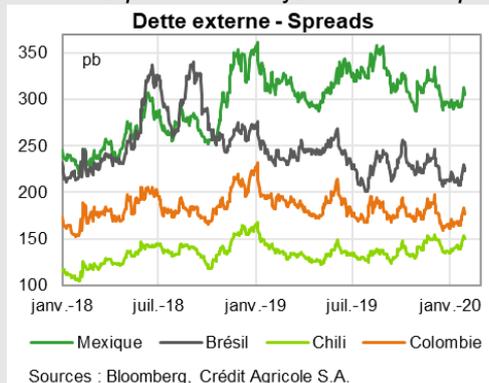


**Notre opinion** – Climat international moins porteur et forte baisse de l'investissement productif : la croissance est en berne, elle devrait rester faible en 2020 (avec des prévisions de croissance proches de 1%) et ne sera pas soutenue par les politiques monétaire ou fiscale.

Discours de gauche, populiste à bien des égards, capitalisant sur des thèmes pour lesquels la population nourrit des attentes légitimes (croissance, sécurité, corruption, pauvreté, inégalité) ; primauté accordée à l'État (avec un discours nationaliste comme celui de la « souveraineté énergétique ») sur le marché et le secteur privé, mais respect des piliers « libéraux » du cadre macro-économique, dont un conservatisme budgétaire très strict. Faute d'avoir approfondi une réforme fiscale (inaboutie), le gouvernement ne veut, ni ne peut, stimuler de manière significative une économie chroniquement « sous-performante ». Tant les résultats budgétaires 2019 que le budget 2020 confirment que le gouvernement entend maintenir une politique budgétaire rigoureuse et notamment atteindre un excédent primaire. En 2019, l'excédent primaire s'établirait à 1% du PIB (conformément au budget 2019), tandis que le déficit total devrait atteindre 2,7% du PIB. Le budget 2020 est optimiste. Par exemple, la production de PEMEX a terminé 2019 à 1,7 million de barils par jour (à comparer au pic de 2004 à 3,4 millions de barils par jour). L'objectif du budget 2020 est de 1,85 million de barils par jour. Mais si dérapage il devait y avoir, il serait limité grâce à une éventuelle réduction des dépenses au détriment de la croissance.

Par ailleurs, la politique monétaire a été prudemment assouplie grâce à la baisse de l'inflation (2,8% sur un an en décembre 2019, son plus bas niveau depuis 2015, contre 4,8% en 2018). La Banque centrale (Banxico) a ainsi réduit son taux directeur de 100 pb en 2019 (à 7,25%), mettant ainsi fin à un cycle de resserrement initié fin 2015 (taux alors à 3%). Cependant, le repli de l'inflation reflète la baisse de l'inflation non core (principalement les prix de l'énergie), tandis que l'inflation core résiste (3,6% en 2019) et reste supérieure à l'objectif de la Banque centrale [3% +/- 1%]. Banxico est (par nature) prudente et souligne les risques à la hausse pesant sur l'inflation. Il ne faut donc pas compter sur un soutien monétaire inconditionnel.

La stabilité du cadre économique (en particulier l'excédent budgétaire primaire), les indicateurs très récents concernant la dette publique (47,5% du PIB) et sa structure (largement locale, longue, à taux fixe), la ligne de crédit flexible du FMI de 61 milliards de dollars à deux ans et un portage élevé contribuent encore au soutien du peso. Mais les spreads sur la dette extérieure signalent l'inquiétude des investisseurs qui porteront une attention toute particulière au plan de développement du secteur pétrolier que le gouvernement fédéral doit présenter en février.



## Afrique du Nord, Moyen-Orient

### Moyen-Orient/Afrique du Nord : vers une multiplication des plans de soutien du FMI ?

Les déséquilibres macro-économiques de la région ont nécessité depuis quelques années la mise en œuvre de plans de soutien de la part du FMI, plans plus ou moins sévères et élevés selon la nature et l'ampleur des difficultés économiques des pays concernés. Actuellement, six pays de la région bénéficient de plans de soutien, dont quatre ont été mis en place en 2016 : l'Égypte, l'Irak, la Jordanie, le Maroc, la Tunisie et le Yémen. Alors que certains pays sortiront de ces plans en 2022 à l'issue de la période de remboursement, de nouveaux pays pourraient rentrer dans la liste.

Sur les six pays, seul l'Irak dispose d'une ligne de type *stand-by*, d'un montant assez modeste de 2,5% du PIB, mise en place lorsque le pays avait des déficits jumeaux très élevés qui se sont résorbés depuis 2015.

En Égypte, après trois années de soutien, le début de la période de remboursement commence cette année. Le pays, qui a relativement bien réduit ses déficits et dispose de la confiance des marchés financiers, possède par ailleurs de réserves en devises lui permettant de faire face aux remboursements. Le FMI poursuit sa mission de conseil pour épauler les autorités dans la mise en place des réformes structurelles.

La Jordanie, dont c'est le troisième plan de soutien en vingt ans, a réussi à réduire son déficit courant, mais celui-ci reste trop élevé par rapport à la croissance du PIB.

En Tunisie, la situation est plus difficile car depuis le début du plan, le gouvernement n'a pas su mettre en place une politique économique de redressement. Le déficit courant s'est même creusé à plus de 10% du PIB depuis la mise en place du plan, affecté par la faiblesse des exportations et la chute de l'épargne. Les tirages sont de 60% de la ligne à disposition. La probabilité d'un soutien d'une durée plus allongée est assez forte.

Le Maroc bénéficie du soutien le plus léger de la région, sous forme d'une ligne de liquidité de précaution (PLL), en baisse en 2018 et destinée à apaiser d'éventuelles tensions sur les marchés

financiers, notamment sur le change. Cette ligne n'a jamais été tirée.

D'autres pays de la zone qui accusent de forts déséquilibres macro-économiques pourraient devoir recourir à un plan FMI dans un futur proche. Le premier d'entre eux est le Liban. Pour ce pays, la probabilité d'une intervention prochaine du FMI est quasi certaine, compte tenu de l'état désespéré des finances du pays et de l'absence totale d'accès aux marchés financiers pour financer les déficits qui se creusent.

De son côté, Oman pourrait avoir recours au Fonds, si ses déséquilibres persistent à moyen terme et si les pays du Golfe voisins ne souhaitent pas se substituer au FMI, comme dans le cas de Bahreïn. Compte tenu de sa taille modeste, ce dernier a échappé l'année dernière à un plan FMI grâce à l'aide bilatérale et multilatérale de l'Arabie saoudite et des Émirats. Enfin, l'Algérie est dans une situation moins préoccupante et urgente, compte tenu de son très faible endettement public et de l'absence de dette externe. Toutefois, les réserves en devises chutent rapidement, à un rythme de 20 milliards de dollars par an environ qui font peser à terme (environ deux à trois années) des risques de liquidité qui pourraient être compensés par le Fonds, si la politique actuelle de non recours aux marchés financiers extérieurs est maintenue.

Moyen-Orient/Afrique du Nord : plans FMI

Pays (*)	Type	Années	Montant (Mds \$)
Algérie	SB, SB, EFF	1991, 1993, 1995	-
Egypte	EFF, SB, EFF	1993, 1996, 2016	11,8
Iran	SB, SB	1956, 1962	-
Irak	SB, SB, SB	2007, 2010, 2016	5,2
Jordanie	SB, SB, EFF	2002, 2012, 2016	0,7
Maroc	PLL, PLL, PLL	2014, 2016, 2018	3,0
Syrie	SB, SB, SB	1960, 1962, 1964	-
Tunisie	EFF, SB, EFF	1988, 2013, 2016	2,7
Yémen	ECF, ECF, ECF	1997, 2010, 2014	0,5

Sources : FMI, Crédit agricole S.A.

(\*) surlignés : plans actifs

Légende : SB = Stand-by; EFF= Extended flexible facility; ECF = Extended credit facility; PLL = Precautionary Liquidity Line.

**✓ Notre opinion** – La région est loin d'avoir purgé tous ses déséquilibres macro-économiques et la probabilité de nouveaux plans de soutien extérieurs est assez forte, car certains prêteurs en dernier ressort comme les pays du Golfe sont moins enclins à soutenir sans conditions les pays en difficulté comme par le passé. Les plans du FMI, lorsqu'ils sont trop axés sur le redressement des finances publiques sans un accompagnement social adéquat pour protéger les populations les plus fragilisées par la crise, ont souvent accentué les crises sociales. C'est moins le cas actuellement puisque, pour la région Moyen-Orient, ce sont souvent les défaillances de l'État dans ses fonctions régaliennes qui provoquent les troubles sociaux que l'on retrouve actuellement au Liban, en Irak et en Iran.

## Afrique sub-saharienne

### Afrique sub-saharienne : un sommet Afrique-Royaume-Uni pour renforcer les liens commerciaux

À l'initiative du gouvernement britannique, s'est ouvert à Londres un sommet Afrique-Royaume-Uni où plus d'une vingtaine de dirigeants et d'entreprises d'Afrique sont attendus pour répondre à l'appel de Boris Johnson : Félix Tshisekedi (Congo), Muhammadu Buhari (Niger) ou encore Uhuru Kenyatta (Kenya). En revanche, Cyril Ramaphosa, le chef d'État de l'Afrique du Sud sera absent, en raison de la crise énergétique que traverse actuellement son pays.

À l'approche de la sortie du Royaume-Uni de l'Union européenne prévue pour la fin du mois de janvier, Londres devra de manière indépendante établir ses nouvelles relations économiques. Ce sommet sera l'opportunité d'installer et/ou d'approfondir ses liens avec les pays africains. Plusieurs milliards de dollars d'accords d'investissement sont d'ailleurs attendus dans le cadre de ce « nouveau partenariat ».

Avant l'organisation de cette rencontre, Londres avait envoyé plusieurs émissaires sur le continent pour poser les jalons d'une nouvelle coopération *post-Brexit*. En effet, l'Afrique semble offrir de belles perspectives de croissance à l'avenir, ce qui la rend attractive auprès des grandes puissances mondiales qui multiplient leurs approches (Chine, Japon, États-Unis, Russie...).

Ainsi, lors d'une tournée africaine en 2018, l'ancienne Première ministre, Teresa May, avait annoncé son intention de faire du Royaume-Uni le premier investisseur des pays du G7 en Afrique sub-saharienne d'ici 2022. Londres a également renforcé ses échanges avec cette région : les importations du continent ont progressé de 2,6% à 2,9% du total, soit de 16 à 19 milliards de dollars entre 2017 et 2018. Les investissements directs du Royaume-Uni en Afrique se sont élevés à plus de 50 milliards de dollars en 2018 et à 57 milliards de dollars en moyenne au cours des dix dernières années. De plus, le pays a renégocié plusieurs de ses accords commerciaux initialement conclus avec ses pairs africains. En septembre dernier, un accord de libre-

échange commercial avec six pays (Afrique du Sud, Botswana, Namibie, Eswatini, Lesotho et Mozambique) a été signé. Cet accord intitulé SACU+M va remplacer l'actuel accord de partenariat économique Sadc-UE (APE) et devrait permettre aux entreprises de continuer à commercer à des conditions préférentielles après le *Brexit*.

Boris Johnson s'est également engagé au nom de la Grande-Bretagne à ce que le pays soit plus ouvert aux migrants africains. Par ailleurs, le Royaume-Uni n'investira plus dans l'extraction de charbon ou dans sa combustion pour produire de l'électricité sur le continent, mais mettra l'accent sur une transition vers des énergies moins émettrices en CO<sub>2</sub>.

**Afrique sub-saharienne : exportations vers le Royaume-Uni**

Pays exportateurs	2018 (M USD)	2017 (a/a, %)	2018 (a/a,%)
Afrique du Sud	8 049	-14%	-4%
Ghana	538	-7%	x 2,4
Côte d'Ivoire	298	-15%	-18%
Zimbabwe	112	73%	9%
Liberia	97	-79%	x 9
Angola	83	-81%	16%
Ethiopie	79	x 2	-29%
Sénégal	60	7%	27%
Botswana	55	-61%	-5%
Cameroun	52	-26%	-14%
Madagascar	52	-1%	15%
Congo	46	6%	x 2,6
Namibie	45	-5%	-8%
Guinée équatoriale	27	-61%	-62%
Eswatini	20	-71%	87%
Tanzanie	20	0%	-5%
Ouganda	17	-4%	-12%
Rwanda	12	5%	-9%
Soudan	12	29%	-14%
Zambie	8	-41%	-52%

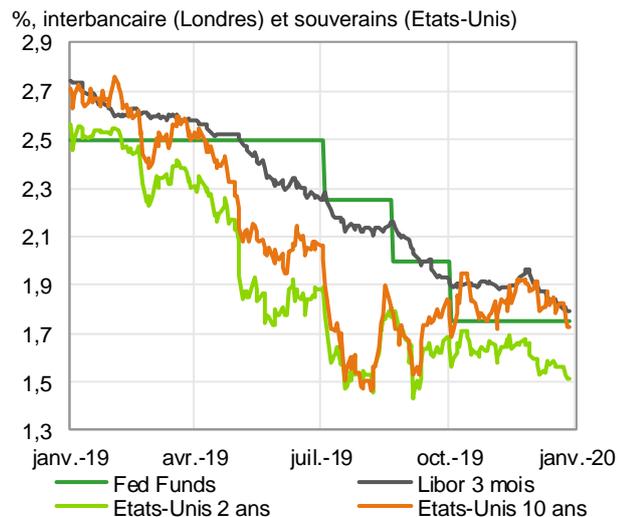
Sources : ITC/UN-Comtrade, Crédit Agricole S.A.

**✓ Notre opinion** – *Ce sommet qui définit les nouvelles relations entre partenaires commerciaux revêt une grande importance, car il permettra à l'Afrique d'avoir plus de visibilité sur ses liens avec le Royaume-Uni après sa sortie de l'Union européenne et lui permettra de redéfinir sa place dans le contexte international. Il permet également de mieux cerner la politique d'investissement de Londres sur le continent, actuellement beaucoup tournée vers les secteurs des hydrocarbures ou de l'exploitation minière et qui pourrait donc se diversifier.*

*En revanche, les retombées économiques positives pour l'Afrique restent encore hypothétiques à ce stade et dépendront de nombreux facteurs. Entre autres, la stabilité politique du continent, l'évolution du prix des matières premières, la capacité de l'Afrique du Sud, premier partenaire commercial du Royaume Uni, à se réformer et à traverser la crise actuelle et l'amélioration de l'environnement des affaires.*

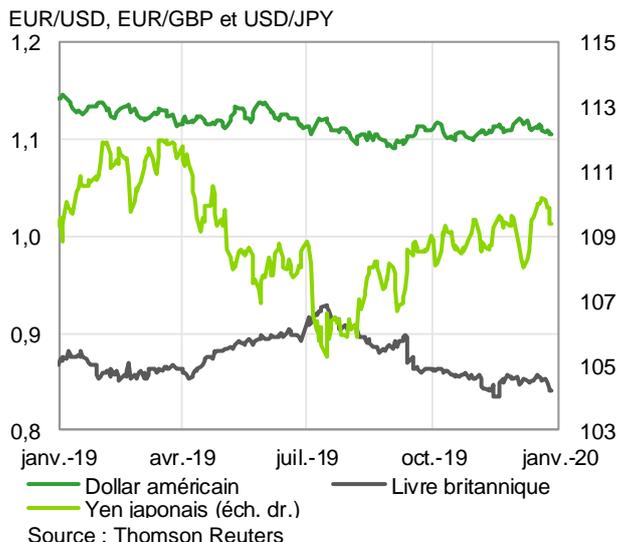
## Tendances à suivre

### Taux d'intérêt en dollar américain



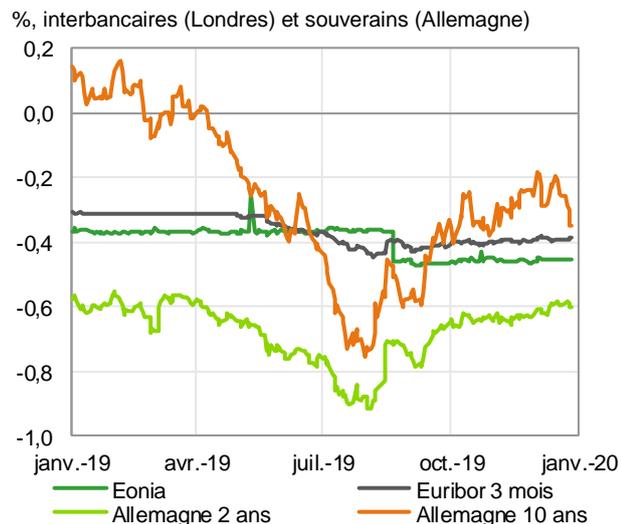
Source : Thomson Reuters

### Taux de change des principales devises



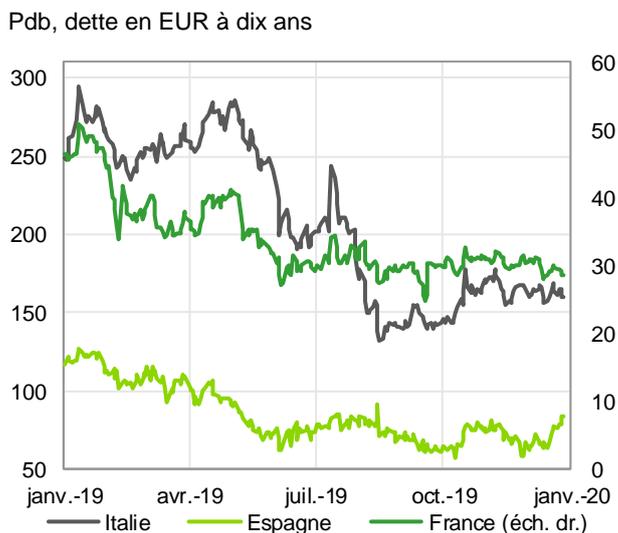
Source : Thomson Reuters

### Taux d'intérêt en euro



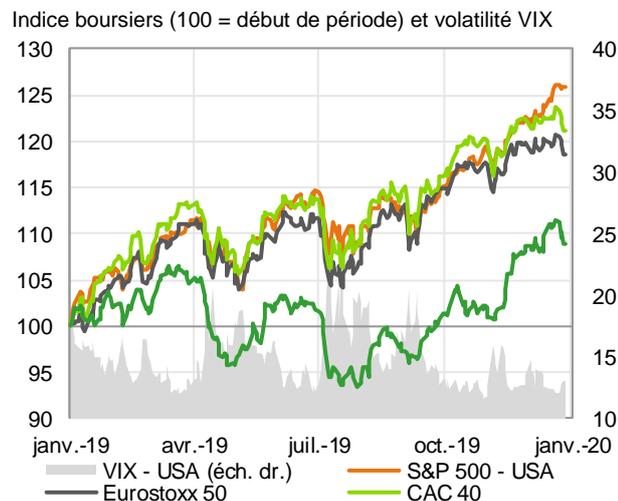
Source : Thomson Reuters

### Spreads souverains européens avec le Bund



Source : Thomson Reuters

### Marché actions



Source : Thomson Reuters

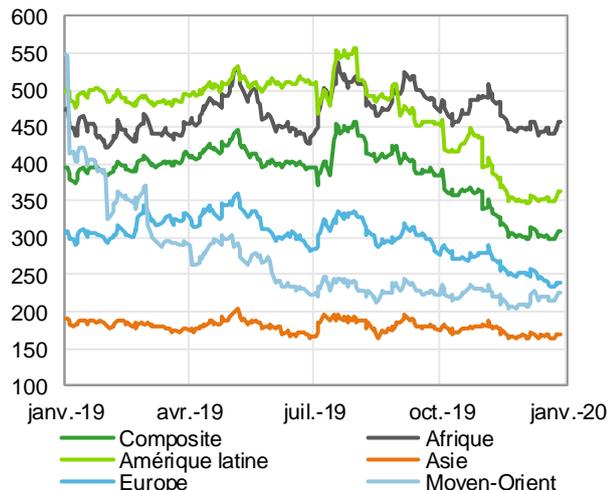
### Cours de l'once d'or



Source : Thomson Reuters

### Spreads souverains émergents avec le T-Bond

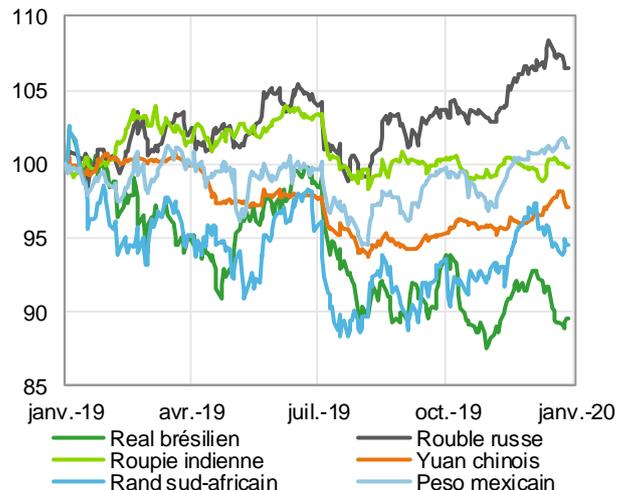
Indices EMBI+ (pdb, dette en USD de plus d'un an)



Source : JP Morgan

### Devises émergentes

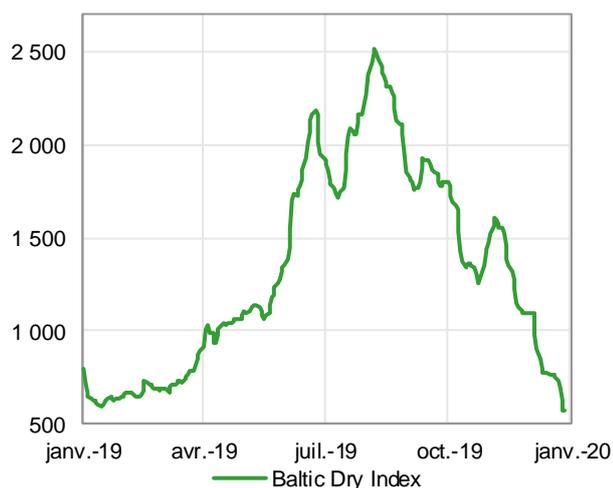
/USD (indice 100 = début de période)



Source : Thomson Reuters

### Coût du transport maritime de vrac sec

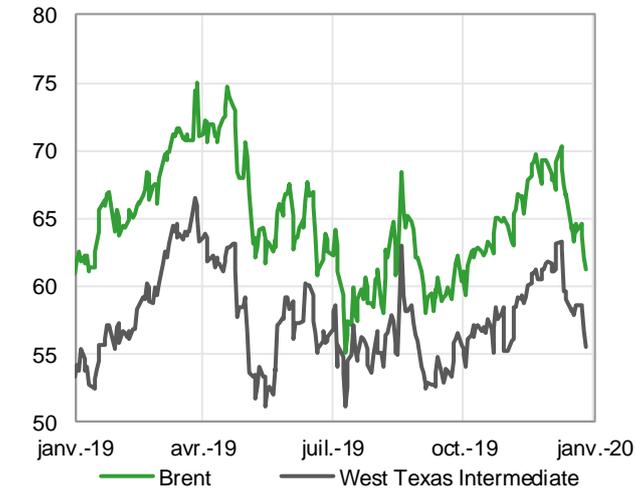
Baltic Dry Index (USD/point)



Source : Baltic Exchange

### Cours du baril de pétrole brut en USD

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



Source : Thomson Reuters

### Cours des métaux

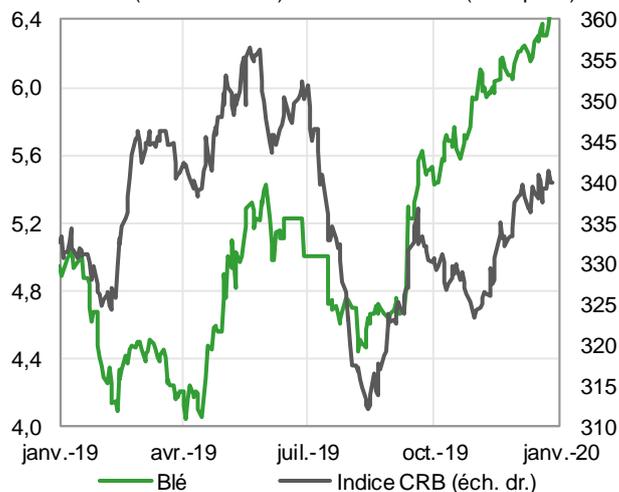
USD/tonne métrique



Sources : Steel Home, London Metal Exchange

### Agriculture

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



Sources : USDA, CRB

Consultez nos dernières parutions en accès libre sur Internet :



## Monde – Scénario macro-économique 2020-2021 – 20 décembre 2019

### Un équilibre délicat

### Prévisions économiques & financières

Date	Titre	Thème
27/01/2020	<u>Espagne – Scénario 2019-2020 : le défi progressiste à l'épreuve du ralentissement</u>	Espagne
24/01/2020	<u>Monde – L'actualité de la semaine</u>	Monde
24/01/2020	<u>Italie – Conjoncture : bilan macro-économique et politique</u>	Italie
22/01/2020	<u>Allemagne – Où va l'excédent courant ?</u>	Allemagne
22/01/2020	<u>La retraite de Vladimir Poutine, encore un régime spécial</u>	Russie
20/01/2020	<u>France – Travail temporaire : tendances à mi-janvier 2020</u>	France, sectoriel
17/01/2020	<u>Monde – L'actualité de la semaine</u>	Monde
15/01/2020	<u>Conflit Iran/États-Unis et prix du pétrole : jeu de dupes ?</u>	Monde
14/01/2020	<u>France – Scénario 2020-2021 : en 2020, la croissance continuera de reposer sur la demande intérieure</u>	France
14/01/2020	<u>Allemagne – Scénario 2020-2021 : une lente sortie de récession du secteur industriel</u>	Allemagne
10/01/2020	<u>Monde – L'actualité de la semaine</u>	Monde
06/01/2020	<u>PRISME – L'analyse de la conjoncture et de l'actualité agricole et agroalimentaire du Crédit Agricole</u>	Agri-Agro

### 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, 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 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](mailto:publication.eco@credit-agricole-sa.fr)

Consultez les Études Économiques et abonnez-vous gratuitement à nos publications sur :

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

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

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