

Perspectives

Hebdomadaire – N°18/118 – 18 mai 2018

MONDE – L'actualité de la semaine

À nouveau une semaine rythmée par la politique

Les rebondissements successifs lors du processus de formation d'un gouvernement en Italie et les négociations commerciales entre la Chine et les États-Unis constituent les principaux événements à avoir rythmé l'actualité cette semaine. Toutefois, au global, les réactions des marchés furent contenues, les principaux marchés actions étant notamment assez stables pris dans leur ensemble (S&P 500, Eurostoxx). On peut toutefois souligner la sous-performance de la bourse italienne en Europe et un léger recul des bourses émergentes prises dans leur ensemble.

Sur les marchés obligataires, les évolutions sont un peu plus prononcées. Aux États-Unis, le taux d'emprunt d'État à 10 ans progresse, franchissant une nouvelle fois le Rubicon des 3%, tandis que le rendement à 2 ans augmente plus modérément, ce qui a contribué à « pentifier » un peu une courbe des taux au demeurant encore très plate. Cette hausse des taux longs américains tend par effet de bord à augmenter le risque d'un « *hard landing* » en Turquie (voir article) et en Argentine, même si la tendance est à l'accalmie cette semaine pour cette dernière (voir article). En Europe, la courbe des taux allemands se « pentifie » également un peu à la faveur d'une modeste hausse du taux à 10 ans, tandis que le 2 ans est quasi stable. Les principaux *spreads* de crédit souverains périphériques se sont écartés, singulièrement la prime de risque italienne sur le 10 ans est désormais à 150 bp par rapport au Bund.

Les contours du programme de la coalition n'étant pas encore clairement précisés, l'incertitude devrait prédominer et continuer à alimenter la volatilité, certains projets de réforme étant clairement de nature à favoriser une hausse du déficit public (mise en place d'un revenu universel, baisses d'impôts pour les ménages et les entreprises, réforme des retraites...). En particulier, la rumeur selon laquelle la coalition prévoirait de procéder à l'effacement de 250 milliards d'euros de dettes italiennes est à l'origine de l'écartement du *spread* évoqué précédemment.

Dans ce contexte incertain, auquel s'ajoute la publication de données macroéconomiques mitigées en zone euro, l'euro cède un peu de terrain face au dollar (EUR/USD 1,18) et à la livre (EUR/GBP 0,87). A ce sujet, on peut mentionner notamment la publication du PIB du premier trimestre en zone euro qui signale un freinage ponctuel de l'activité (voir article) et l'indice de confiance des analystes et investisseurs financiers allemands (ZEW) qui s'est affiché à son plus bas niveau depuis cinq ans en mai.

Enfin, le baril de pétrole poursuit son ascension, frôlant désormais les 80 dollars, principalement en écho à la déclaration de D. Trump relative au retrait américain de l'accord sur le nucléaire iranien la semaine dernière. Paradoxalement, dans cet environnement plutôt incertain, l'once d'or cède un peu de terrain.

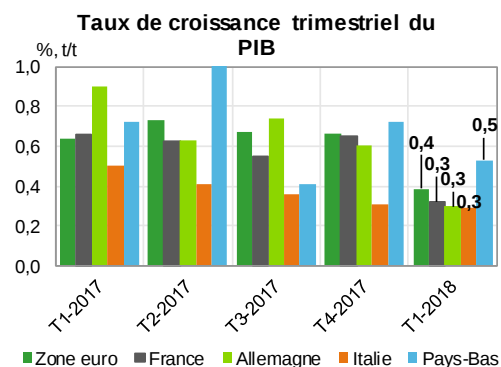
☞ <i>ZE : une croissance du PIB moins fébrile qu'attendu au T1 et menacée par le risque commercial accru au T2</i>	2
☞ <i>France : emploi salarié, la progression se poursuit au premier trimestre</i>	2
☞ <i>Italie : bas les masques !</i>	3
☞ <i>Espagne : l'investiture du président catalan devrait permettre l'adoption du budget 2018</i>	4
☞ <i>Royaume-Uni : le marché du travail est resté solide au premier trimestre de l'année</i>	5
☞ <i>Turquie : un risque de hard landing ?</i>	6
☞ <i>Hongrie : l'ONG de Georges Soros fait ses valises</i>	6
☞ <i>Chine : à l'inverse des PMI officiels</i>	7
☞ <i>Argentine : petite victoire pour le peso argentin à la veille des négociations avec le FMI</i>	8
☞ <i>Moyen-Orient : des élections décevantes entre démobilisation, passivité et radicalisation</i>	9
☞ <i>Arabie saoudite : le traitement différencié des difficultés du secteur du BTP</i>	9
☞ <i>Afrique du Sud : le chômage se maintient au premier trimestre 2018</i>	10
☞ <i>Nigéria : l'inflation poursuit sa décrue</i>	10

Zone euro

ZE : une croissance du PIB moins fébrile qu'attendu au T1 et menacée par le risque commercial accru au T2

Le PIB de la zone euro a augmenté de 0,4% en variation trimestrielle au T1, contre +0,7% au T4. Ce ralentissement provient du fléchissement de l'activité allemande (+0,3% au T1, après +0,6% au T4), mais aussi française (+0,3% après +0,7%) et néerlandaise (+0,5% après +0,7%) tandis que l'Italie et l'Espagne conservent chacune un taux de croissance trimestriel stable au T1 (avec respectivement +0,3% et +0,7%). Au regard de ses composantes, la croissance de la zone semble surtout pâtir d'une moindre performance du commerce extérieur tandis que la demande domestique demeure encore soutenue. La zone euro perdure néanmoins en expansion depuis maintenant près de vingt trimestres consécutifs et l'acquis de croissance obtenu suite au premier trimestre s'élève à +1,4% pour l'année 2018. Ce tassement de l'activité peut être interprété comme temporaire au regard des grèves, du nombre élevé de jours de congés ou du climat plus rude qu'à l'accoutumée à cette époque et ne reflète pas nécessairement un retournement conjoncturel. Dans le même temps, l'activité industrielle a reculé de 0,6% en variation trimestrielle au T1 et les enquêtes

de la Commission européenne sur le climat des affaires suggèrent une dégradation des commandes de la zone au T2, ainsi que des perspectives d'exportation en perte de vitesse. Enfin, les derniers indicateurs d'activité (des directeurs d'achat) confirment également ce freinage des commandes industrielles de la zone et nous incitent à rester prudents sur nos prévisions de croissance.



Sources: Eurostat, Crédit Agricole S.A.

Notre opinion – L'activité de la zone euro a ralenti au T1 sous l'effet de plusieurs facteurs qui peuvent s'avérer n'être que temporaires. La faiblesse des commandes industrielles étrangères pourrait en revanche se poursuivre au T2 alors que les créations d'emploi et les salaires plaident pour une croissance domestique toujours robuste. L'escalade protectionniste fait planer un risque baissier plus important sur notre scénario de croissance.

France : emploi salarié, la progression se poursuit au premier trimestre

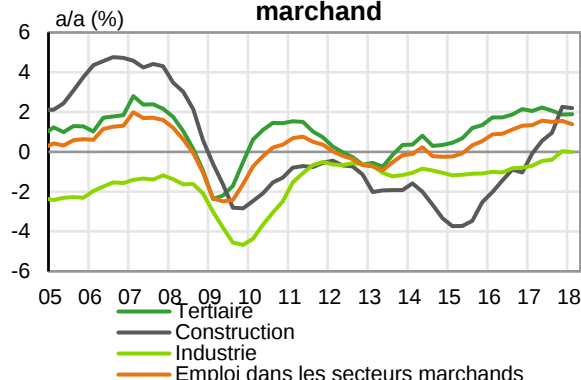
Le rythme des créations d'emplois salariés ralentit un peu au premier trimestre 2018 mais demeure soutenu (+0,3% sur le trimestre, après +0,4% au trimestre précédent).

La progression de l'emploi se maintient à un rythme solide de 0,5% dans le secteur des services marchands. En particulier, l'emploi intérimaire s'infléchit nettement sur le trimestre (+0,3%, après +2,0%). Par ailleurs, la reprise de l'emploi salarié dans la construction freine un peu au premier trimestre, (+0,6%, après +1,0%) et dans l'industrie (-0,1%, après +0,2%). Enfin, dans le secteur de la fonction publique, les créations nettes d'emplois reculent légèrement sur le trimestre (-0,1%, après +0,1%).

Sur un an, l'emploi salarié augmente de 1,4%. La hausse annuelle est nette dans les services marchands (+1,9%) et la construction (+2,2%),

tandis que la tendance est à la stabilité dans l'industrie.

France : emploi dans le secteur marchand



Source : Insee, Crédit Agricole S.A.

Notre opinion – En dépit du tassement de la croissance du Pib au premier trimestre (+0,3% sur le trimestre, après +0,7%), la bonne dynamique de l'emploi salarié se confirme au premier trimestre mais freine légèrement. Il s'agit du douzième trimestre de hausse consécutif de l'emploi dans le secteur

marchand. En particulier, le secteur le plus dynamique demeure l'emploi intérimaire, progressant au rythme de 8,2% sur un an. Au-delà, la tendance à un léger ralentissement dans les services non marchands se poursuivrait, tandis que les créations d'emplois dans le secteur privé se maintiendraient à un rythme soutenu.

Italie : bas les masques !

Au soixante-quatorzième jour depuis les élections, le nouveau gouvernement n'est toujours pas formé, mais on commence à y voir plus clair sur les intentions des deux partis qui travaillent à un accord de coalition. Et ce qu'on voit commence à inquiéter. En milieu de semaine, une version préliminaire de l'accord de coalition a été anonymement livrée à un quotidien suscitant une immédiate réaction des différents observateurs. Ce texte prévoyait trois mesures qui ont fait sortir de leur réserve les institutions européennes et les marchés financiers. Il s'agissait de la proposition d'introduire dans les Traités européens (Traité d'Amsterdam) une clause prévoyant la possibilité pour un pays membre de l'Union économique et monétaire d'en sortir. Une deuxième proposition appelait à annuler la totalité des dettes détenues par la BCE dans le cadre du programme de rachat de titres souverains (*Quantitative easing*), dépoussiérant ainsi une ancienne proposition portée par l'aile plus radicale de Syriza en 2015. Troisièmement, le texte prévoyait l'institution d'un Comité de conciliation, une institution externe au Conseil des ministres et composée du Premier ministre, des deux chefs des partis de coalition et du ministre intéressé, qui œuvrerait à la recomposition des conflits en matière d'application du contrat de coalition, mais aussi à la recherche d'un compromis sur d'autres thèmes non prévus par le contrat. Ce dispositif, étranger à la Constitution et positionné au-dessus du Conseil des ministres, affaiblissant ainsi le rôle du Premier ministre à celui de simple exécutif de la volonté des chefs des partis, aurait dû délibérer à la majorité des deux tiers.

Le doute subsiste encore aujourd'hui sur qui est à l'origine de la fuite de ce document daté du 14 mai (le jour où les partis se sont présentés devant le président de la République). Malgré leur silence sur ce point, les deux partis se sont empressés d'affirmer l'ancienneté de cette version et ont rendu publique une version définitive du contrat de coalition.

Cette dernière est une version édulcorée du texte original. En particulier, on n'y évoque plus la possible sortie de l'euro par un État membre, mais une réécriture (dans quel sens, on ne sait toujours pas) des règles de surveillance multilatérale des finances publiques (*Fiscal Compact*), d'exclusion de l'investissement public dans le calcul du déficit public soumis à ces règles, d'amélioration de la légitimité démocratique des institutions de l'UE (renforcement du rôle et des pouvoirs du Parlement européen), de révision des règles de *bail-in* bancaire (sans plus de précisions sur ce point).

Aussi, l'annulation de la dette publique détenue par la BCE n'est plus prévue, mais simplement son exclusion du calcul des paramètres du Pacte de stabilité.

Finalement, la composition et le fonctionnement du Comité de conciliation ne sont plus indiqués et sont renvoyés à un accord entre les deux partis.

Restent dans l'accord de coalition les principales mesures économiques suivies avec attention par les investisseurs. C'est le cas de la réforme de l'IRPP, qui passerait d'un système à cinq tranches (avec un taux compris entre 23% et 43%) vers un barème à deux taux (15% pour les revenus inférieurs à 80 000 euros et 20% pour ceux supérieurs) mais à quatre tranches, grâce à un système de déductions dégressives s'appliquant aux revenus inférieurs à 30 000 et 50 000 euros. Dans cette nouvelle version du contrat, l'impôt sur les sociétés prévoit aussi deux taux de 15% et 20%. La proposition de revenu universel est réduite à un revenu d'autonomie moins coûteux. ET une prestation de 780 euros par mois pour un individu dont le revenu et le patrimoine serait inférieurs au seuil de pauvreté. Ce dispositif d'une durée de deux ans ne serait plus effectif après trois offres de travail non acceptées. Il serait assorti d'un parcours de formation et d'une réforme des centres pour l'emploi.

La proposition du contrat de coalition initial de dépasser le dispositif actuel de l'âge légal pour passer à une formule de 100 ans (somme de l'âge et de la durée de cotisation) est maintenue. Elle prévoit aussi une pension minimale de 780 euros par mois et une durée de cotisation de 41 ans pour un départ sans condition d'âge.

Les premières estimations du coût de ces mesures se montent à un total compris entre les 108 et les 125 milliards d'euros. Ce coût rend impossible leur mise en place immédiate et une application plus graduelle paraît la seule voie dans l'attente d'identifier les financements possibles (par la réorganisation du système de déductions et subventions et par la réduction de la dépense publique).

Leur financement semble néanmoins difficile à repérer et le potentiel de déconsolidation des comptes publics à moyen et long terme est très important.

La complaisance des marchés envers la politique italienne semble finie. La prime de risque sur le souverain italien a touché un nouveau pic à 155 points de base vendredi matin. Cette remontée est encore contenue et son impact sur les comptes

publics est limité. Elle s'explique, outre que par la présence de la BCE sur les marchés de la dette souveraine, par une part plus limitée que par le passé de détenteurs étrangers (32%). Parmi eux les

européens seraient la majorité. Les investisseurs plus volatiles, Fonds US et japonais ne détiendraient que 1% et 1,5% respectivement du total de la dette italienne.

✓ Notre opinion – *Cet accord politique doit être soumis au vote des adhérents des deux partis, cette fin de semaine. L'accord contient des concessions importantes faites par le M5S à la Ligue, ce qui est étonnant pour un partenaire de coalition qui a obtenu une plus forte adhésion lors des élections. Ces concessions peuvent s'expliquer par la nécessité de retenir un partenaire de coalition, dont l'intérêt à participer à ce gouvernement est moindre. La stratégie de long terme de Salvini, le leader de la Ligue, de prendre le leadership d'une nouvelle droite italienne (aujourd'hui encore fracturée dans les trois partis de la coalition du centre-droit), se prête mal à valider le rôle de partenaire junior dans une coalition avec le M5S. La décision de justice qui réhabilite S. Berlusconi et le rend « candidat », ainsi que la forte remontée dans les sondages de la Ligue (25%) pourraient rendre plus attrayante l'hypothèse d'un retour aux urnes avec à la clef la possibilité d'une victoire plus nette pour la coalition de centre-droit. Et, si on avait vendu la peau de l'ours avant de l'avoir tué ?*

Espagne : l'investiture du président catalan devrait permettre l'adoption du budget 2018

Après que le bureau du *Parlament* catalan a avalisé le vote à distance des députés depuis l'étranger, les deux principales forces indépendantistes JxCAT (centre-droit) et ERC (centre-gauche) ont pu élire Joaquim Torra (JxCAT) à la tête de la Généralité avec 66 voix sur 135, grâce à l'abstention des quatre députés de l'extrême-gauche sécessionniste (CUP). Le candidat désigné par l'ancien *President* destitué C. Puigdemont (JxCAT), toujours présent à Berlin, a ainsi pris ses fonctions ce jeudi, jurant fidélité au seul peuple catalan en omettant de mentionner le Statut d'autonomie catalan ou la Constitution espagnole.

Dans l'attente de la formation d'un *govern* catalan, il a demandé la levée complète de la tutelle de l'État central sur la Généralité au titre de l'article 155 et de la loi de stabilité budgétaire (LOEPSF).

Le gouvernement espagnol, dont aucun représentant n'a assisté à la prestation de serment de J. Torra, a annoncé que l'application de l'article 155 prendra fin dès qu'un *govern* catalan sera nommé, comme le prévoit la Constitution. En revanche, le contrôle budgétaire mis en place depuis fin 2015 et renforcé mi-2017 devrait rester de mise.

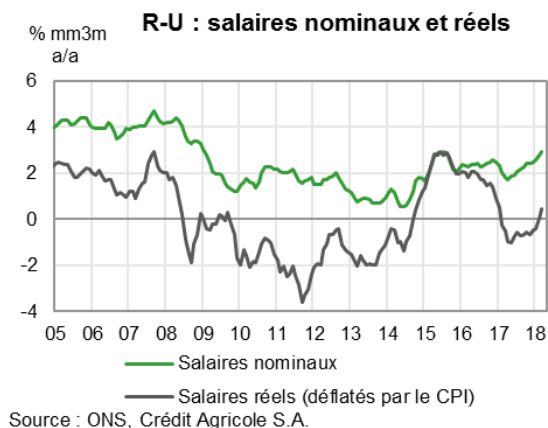
✓ Notre opinion – *Si le gouvernement a annoncé qu'il n'accepterait pas que des membres du *govern* soit sous le coup d'une procédure judiciaire, comme la grande majorité des anciens conseillers du précédent gouvernement Puigdemont, et qu'il pourrait envisager de faire invalider l'investiture de J. Torra pour manquement aux institutions espagnoles, Madrid a plutôt intérêt à ce qu'un *govern* soit formé au plus vite. En effet, la levée de l'article 155 est la condition nécessaire au soutien des autonomistes basques du PNV au projet de loi de finances (PLF) 2018, dont le vote final au Congrès est prévu le jeudi 24 mai prochain. Le budget pourrait ainsi être définitivement mis en œuvre mi-juin, avec près de six mois de retard et une réduction du déficit vraisemblablement moins forte que l'objectif budgétaire annoncé de 2,2% du PIB en 2018 (après 3,1% en 2017). Alors que le prochain PLF 2019 doit être remis à Bruxelles en octobre, sa préparation sera un nouveau test de la solidité de la courte alliance parlementaire de 176 sièges sur 350 sur laquelle se repose le Parti populaire au pouvoir, qui est en forte perte de vitesse dans les sondages au profit de son partenaire de centre-droit Ciudadanos.*

Royaume-Uni

Royaume-Uni : le marché du travail est resté solide au premier trimestre de l'année

Après les mauvaises nouvelles côté PIB et inflation du premier trimestre, les données du marché du travail à fin mars publiées cette semaine ont apporté des nouvelles rassurantes quant à la solidité d'un des fondamentaux clés de la consommation privée. L'emploi a crû de 197 000 sur le trimestre après 88 000 au trimestre précédent. Son taux de croissance sur un an s'est accéléré à 1,3%, au plus haut depuis octobre 2016. La hausse de l'emploi reste tirée par les emplois à temps plein (1% sur le trimestre) et, dans une moindre mesure, par les emplois à temps partiel (0,7% sur le trimestre). Le nombre d'inactifs a baissé de 115 000 et le taux de participation (rapport entre les actifs âgés de plus de 16 ans et la population de cette tranche d'âge) a augmenté à 67,8%. Le taux de chômage a été stable à 4,2%, en ligne avec l'estimation du taux de chômage d'équilibre de long terme de la BoE. La croissance de la rémunération salariale a reculé légèrement à 2,6% sur les trois mois à fin mars depuis 2,8% dans les trois mois à fin février. Cela est

dû à une baisse assez nette de la croissance des bonus à 1,2% depuis 4,6% en février, alors que la croissance des salaires continue de s'accélérer. Elle a atteint 2,9% sur les trois mois à fin mars dans l'économie totale et 3% dans le secteur privé, au plus haut depuis août 2015.



✓ Notre opinion – *Le marché du travail est resté dynamique au premier trimestre de l'année avec une croissance de l'emploi robuste et le maintien du taux de chômage à un niveau historiquement bas. Néanmoins, l'accélération de la croissance des salaires reste modérée et n'est pas susceptible d'alimenter les anticipations d'inflation. La BoE semble envisager un rythme de politique monétaire lent avec une hausse du taux directeur par an à condition que les données à venir soient en ligne avec ses anticipations. Un relèvement du taux directeur est probable au mois d'août (publication du prochain Inflation Report de la BoE) mais pour cela il faudrait une amélioration franche des indicateurs d'activité et, en particulier, de la consommation des ménages. Notre scénario table actuellement sur une hausse du taux directeur au mois de novembre, ce qui coïnciderait aussi a priori avec la fin des négociations sur l'accord de retrait dans le cadre du Brexit.*

Europe centrale et orientale, Asie centrale

Turquie : un risque de *hard landing* ?

C'était à peu près le message du dernier rapport de *Standard and Poor's* début mai, qui justifiait la dégradation de la note souveraine turque. L'agence fait clairement un diagnostic de surchauffe à propos du taux de croissance de ce pays (7,4% en 2017), surchauffe liée aux programmes successifs de stimulation budgétaire. Cela se traduit par le maintien d'un taux d'inflation élevé (10,3%) et surtout par la dégradation progressive du déficit courant, qui est déjà structurel dans ce pays. Il était à -6,1% du PIB en février dernier, et la récente hausse du prix du pétrole ne devrait rien arranger. Tout cela, ce sont effectivement les stigmates classiques de la surchauffe. Et cela explique en soi la faiblesse du taux de change, indépendamment des taux américains...

Mais deux points sont encore plus inquiétants.

Le premier, c'est la dégradation de la structure de financement du solde courant, avec une part croissante de dettes à court terme et très peu d'investissements directs (à moins de 1% du PIB). L'agence signale des sorties de capitaux dès le mois d'avril et s'inquiète aussi d'un « *currency mismatch* » dans les comptes des banques turques.

Tout était donc réuni pour une crise de change, et cela bien avant l'affaire argentine. La dynamique de dégradation est interne à la Turquie et on le sait depuis des mois.

Mais plus alertant à notre avis : *Standard and Poor's* a décidé d'enlever des réserves de change turques, dans le calcul des ratios de liquidité, la part qui correspond aux réserves obligatoires des banques. Et cela fait donc passer les réserves dites « utilisables » (c'est le terme employé par l'agence) à un niveau d'environ 32 Mds de dollars, soit à peine un mois et demi d'importations. Or ce n'est pas l'analyse de *Moodys* qui reste à une estimation de 83 Mds USD pour les réserves, ce qui change évidemment totalement l'analyse.

Un tel écart entre les agences est interpellant. Il signale au minimum une incapacité des analystes à avoir une idée claire sur le montant des liquidités effectives dont dispose la Banque centrale turque. Et dans une situation de stress, le marché va s'y intéresser. En plus clair, cela veut dire qu'on peut passer vite d'une situation de crise de change (dans laquelle nous sommes, en fait, déjà entrés) à une situation de crise de liquidité sur les entreprises ou banques turques les plus endettées en devises, et qui ne disposeront pas d'une couverture naturelle.

✓ Notre opinion – *Le risque de crise de liquidité turc a augmenté. La hausse des taux américains et la crise argentine peuvent servir de détonateurs, mais la situation politique interne aussi, comme l'a montré cette semaine la réaction des marchés et la chute de la devise, après le discours du président Erdogan qui annonce vouloir contrôler beaucoup plus les autorités monétaires après son élection. Se nommant lui-même « ennemi des taux d'intérêt bas », il envoie clairement le signal d'un risque de fin d'indépendance de la Banque centrale (si tant est que celle-ci existait encore)... Quant à la divergence d'analyse des agences de notation, elle est également un signal à prendre en compte quant au risque d'une crise de liquidité plus systémique dans ce pays, car tout simplement, elle montre que nous manquons gravement de visibilité sur ce sujet.*

Hongrie : l'ONG de Georges Soros fait ses valises

Contrainte par le gouvernement, l'ONG *Open Society Foundations* créée par Georges Soros en 1984 se retrouve contrainte de quitter la Hongrie. Depuis plusieurs mois, le gouvernement de V. Orban mène une campagne agressive de dénigrement de la personnalité de Georges Soros et de ses activités de promotion des valeurs démocratiques et libérales. Le gouvernement accuse et reproche au philanthrope américain d'origine hongroise d'orchestrer l'arrivée massive en Europe des réfugiés, que par ailleurs, la Hongrie refuse catégoriquement d'accueillir sur son territoire.

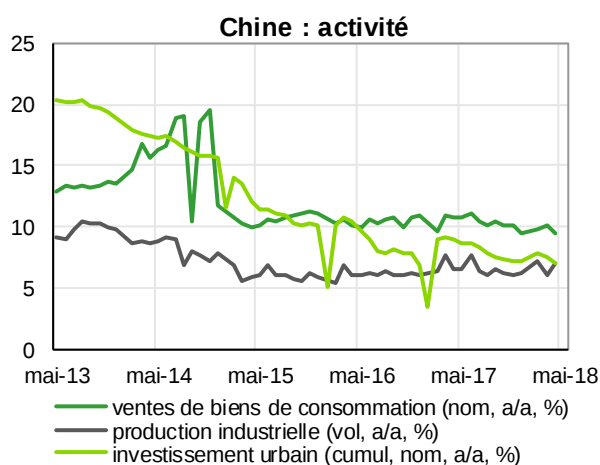
Des lois ont été votées pour contraindre le financement de l'ONG et restreindre son domaine d'intervention notamment au sujet de l'accueil des migrants. En raison de ces nombreuses entraves administratives et des difficultés rencontrées par les salariés de l'ONG dans la réalisation de leurs missions, le bureau de Budapest a décidé de déménager à Berlin. En quittant ainsi, à contrecœur, le pays d'origine de son fondateur, les dirigeants du bureau de Budapest gardent l'espoir de pouvoir poursuivre leurs travaux depuis Berlin : un vœu presque pieux.

✓ Notre opinion – *La question de survie se pose également pour l'Université européenne de Budapest : un prestigieux établissement créé également par Georges Soros. Le gouvernement voudrait le voir fermer ses portes mais pour le moment l'appui des Américains et celui des Canadiens assurent encore sa continuité.*

Asie

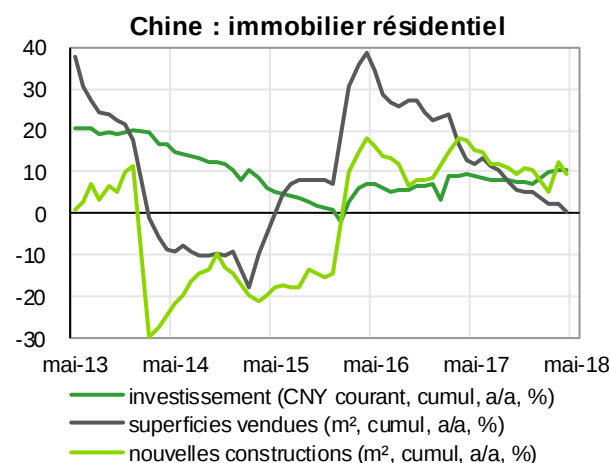
👉 Chine : à l'inverse des PMI officiels

La production industrielle a progressé de 7% en variation sur un an en avril, comparé à une hausse de 6% le mois d'avant. Au contraire, la dynamique des ventes au détail a marqué le pas à 9,4%, contre 10,1% en mars, et celle de l'investissement en a fait autant en s'établissant à 7%, soit à 0,4 point de pourcentage de moins qu'au mois précédent. C'est dans les deux cas en dessous du consensus Reuters qui tablait respectivement sur 10% et 7,4%, lorsque la performance de la production industrielle s'est à l'opposé révélée supérieure à ce qu'attendait ce même consensus, à savoir 6,3%.



Source : NBS

Côté immobilier, secteur de poids dans l'économie chinoise, les trois principales séries d'activité montrent elles-aussi une perte de vitesse le mois dernier. Ainsi, les nouvelles constructions résidentielles ont augmenté de 9,4%, toujours en variation sur un an, lorsqu'elles avaient crû de 12,2% en mars. Les ventes dans le résidentiel, elles, ont vu leur croissance reculer de 2,5% à 0,4%. Quant à l'investissement des acteurs du secteur, sa progression est passée de 10,4% (en avril, donc) à 10,3% (le mois d'avant).

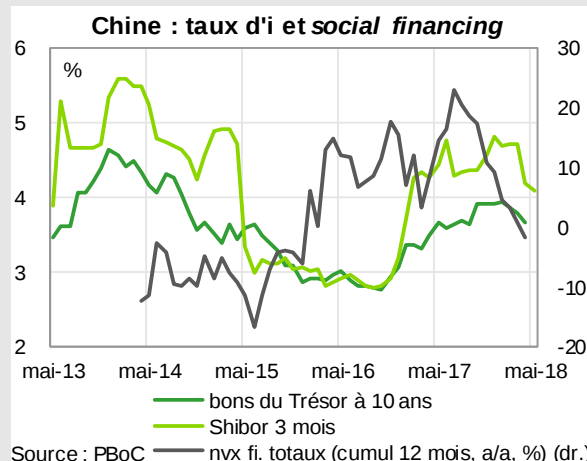


Source : NBS

❑ **Notre opinion** – Des évolutions pour la production industrielle et les ventes au détail à l'inverse des PMI manufacturier et des services du mois d'avril publiés par le bureau national des statistiques chinois (NBS), et donc à l'inverse de ce que ces PMI laissaient entendre et de ce qui était plutôt attendu... Il est vrai que la corrélation entre ces deux séries et les deux indices des directeurs d'achat est loin d'être parfaite... La production industrielle semble aussi avoir profité de l'allègement des contrôles antipollution, renforcés durant la période hivernale.

Quoi qu'il en soit, l'orientation générale de l'activité économique (vue au travers de ces six indicateurs) est à la baisse en avril. Somme toute modérément. Le scénario central d'un ralentissement de la croissance à 6,6% en 2018 (contre 6,9% l'an passé) se met doucement en place, même s'il reste bien sûr à confirmer.

Le fait est qu'assez peu d'éléments à ce jour plaident pour qu'il en soit autrement, en dehors peut-être du récent recul des taux d'intérêt interbancaires et obligataires (consécutivement aux interventions un peu plus actives de la Banque centrale ces dernières semaines pour contenir les tensions sur la liquidité). Et encore faut-il que cette baisse puisse se répercuter jusqu'aux financements à l'économie. Ce n'est pas le cas pour le moment (les nouveaux financements à l'économie, le social financing, se sont contractés en avril, de 1,8% en variation sur un an, pour la première fois depuis la fin 2015), alors que la réglementation bancaire et financière s'est durcie au cours des derniers mois...



Source : PBoC

Amérique latine

Argentine : petite victoire pour le peso argentin à la veille des négociations avec le FMI

En attendant son rendez-vous de fin de semaine avec le FMI au sujet de la demande d'une *Flexible Credit Line* (FCL), la Banque centrale argentine a réussi à refinancer l'intégralité de ses titres à court terme (LEBAC) pour un montant de 25 milliards de dollars. Dans un contexte de crainte de l'aggravation de la fuite de capitaux, cela a permis de stabiliser le cours du peso, qui a connu une baisse de 25% ces trois dernières semaines. La BCRA a surpris positivement les marchés en se refinançant à un taux particulièrement bas compte tenu des circonstances actuelles, avec une dette entre 1 et 2 mois à un taux de 40% et des rendements sur les obligations de 3, 4 et 5 mois à 38%.

Ce succès a conduit à une légère accalmie sur le marché obligataire, avec un passage du taux souverain à 10 ans de 8,1% à 7,3% mercredi. De même, le peso argentin, dans la tourmente depuis mi-avril et qui avait enregistré une perte de 6,9% lundi, s'est ressaisi mardi en clôturant à 3,8% à 24,06 pesos pour un dollar.

Pour rappel, ces dernières semaines avaient été marquées par l'action musclée de la Banque centrale (BCRA) avec la vente de 5 milliards de dollars de réserves, la montée des taux de près de 1 275 pdb en une semaine et par la demande de l'Argentine d'une *Flexible Credit Line* (FCL) de 30 milliards de dollars au Fonds monétaire international.

✓ Notre opinion – Forte de ce répit, l'Argentine peut envisager un peu plus sereinement les négociations de vendredi avec le FMI. Avec une crédibilité mise à mal par la récente révision à la hausse de la cible d'inflation de 10 à 15% et la remontée brutale de ses taux à 40%, la BCRA profite, ici, d'une légère accalmie.

Cependant, cette réussite ponctuelle reste à relativiser. En effet, les causes de la dépréciation du peso argentin sont multiples. Outre, la remontée des taux d'intérêt américains et l'inflation de 25% en taux annuel, le ralentissement économique du pays affecte aussi sa monnaie. En effet, les récents problèmes climatiques qu'a connus l'Argentine ont donné lieu à de fortes réductions de la production agricole, principal poste d'exportations. Cette baisse n'a fait que renforcer la crainte des investisseurs internationaux face à la capacité de l'Argentine à régler le service de ses dettes en devises étrangères. Néanmoins, un accord avec le FMI permettrait d'assurer la stabilité sur le moyen terme des comptes extérieurs.

Le Fonds monétaire international a fait par ailleurs savoir, lundi, qu'il était prêt à négocier la FCL sans remettre en cause le régime de change flottant argentin, les négociations de vendredi s'attarderont sûrement sur une réduction conséquente du déficit budgétaire.

Afrique du Nord, Moyen-Orient

Moyen-Orient : des élections décevantes entre démobilisation, passivité et radicalisation

Plusieurs scrutins électoraux ont eu lieu dans les pays du Moyen-Orient ces dernières semaines : les élections législatives au Liban, après neuf longues années sans consultation, les législatives en Irak six mois après la mise au pas du Kurdistan qui a suivi le plébiscite de sa déclaration d'indépendance, et enfin, les élections municipales en Tunisie, premier scrutin local depuis l'instauration d'un régime plus démocratique. Les enjeux étaient élevés pour ces trois pays en raison des tensions politiques et géopolitiques intenses dans la région et les guerres civiles en cours sur leur territoire ou dans les pays frontaliers.

Première constatation : les taux de participation sont dans tous les cas très modestes et inférieurs à la moitié de l'électorat. Au Liban, 49% des électeurs sont allés voter contre 54% en 2009 ; en Irak 45%, le taux de participation le plus faible depuis la chute de Saddam Hussein en 2003 où la moyenne s'établissait à 60% ; et en Tunisie 36%, un résultat calamiteux pour une « nouvelle démocratie » et ce, malgré les enjeux limités d'une élection locale. Comme dans la plupart des pays du Moyen-Orient, et du reste du monde, les jeunes ne se sont pas déplacés pour exprimer leur opinion.

Ensuite, l'éclatement en nombre de partis représentés est très élevé : quatorze au Liban, comme dans le Parlement sortant, onze en Irak et dix-neuf en Tunisie, pays où par ailleurs, un tiers des candidats vainqueurs n'appartient à aucun parti traditionnel.

Le vote confessionnel reste une donnée centrale de l'expression des citoyens puisque les partis religieux ou représentatifs de l'islam politique remportent largement les élections : au Liban, le Hezbollah (le Parti de Dieu, lié à l'Iran chiite et à la Syrie de Bachar el Assad) remporte presque la moitié des sièges et sort renforcé du vote. En Irak, les trois partis chiites remportent 46% des sièges du Parlement, mais c'est le Parti de l'ayatollah al Sadr, allié aux communistes, qui sort en tête des partis avec 55 sièges sur 329, battant ainsi la liste multiconfessionnelle du Premier ministre sortant El-Abadi qui ne termine qu'en troisième position. Au Kurdistan, les partis kurdes sont logiquement les vainqueurs du scrutin. En Tunisie, l'islam politique du Parti Ennahdha remporte 30% des municipalités mais reste toutefois devancé (33%) par les candidats indépendants issus de la société civile. Avec 22% des voix, le Parti centriste Nidaa Tounès, de son côté, a été laminé par ces élections.

Il y a, malgré tout, des signes positifs et quelques notes d'espoirs. D'une part, les scrutins se sont déroulés sans incidents majeurs, ce qui n'était pas assuré dans des pays à forte fragilité politique et risque terroriste. D'autre part, il faut constater une plus forte mobilisation de candidats issus de la société civile et une forte entrée des femmes dans les conseils municipaux en Tunisie en raison de la loi sur la parité. En Irak, 83 postes des 329 députés sont réservés aux femmes ; un phénomène qui n'est pas constaté au Liban avec seulement six députées sur 128 élus.

✓ Notre opinion – La vie politique illustre, à chaque scrutin et de façon un peu plus affirmée, la démobilisation de l'électorat dans les pays du Moyen-Orient et d'Afrique du Nord très souvent minés par le chômage de masse, et notamment celui des jeunes qui ne se retrouvent plus dans les partis traditionnels. Une fatigue politique, celle d'être représenté par les mêmes dirigeants depuis de nombreuses années, s'exprime également dans l'abstention alors que des affaires de corruption ou de népotisme sont toujours fréquentes dans la zone. Au total, les avancées politiques et une meilleure inclusion des populations à la gestion de la Cité sont très modestes depuis les Printemps arabes de 2011, y compris dans les pays les plus actifs dans les évolutions démocratiques comme la Tunisie. Les scrutins au Liban et en Irak illustrent aussi l'influence politique grandissante de l'Iran dans la région, un sujet qui ne manquera pas de susciter des interrogations dans les prochains mois.

Arabie saoudite : le traitement différencié des difficultés du secteur du BTP

L'ancien fleuron du BTP saoudien, filiale du groupe libanais Hariri, endetté à hauteur de 3,5 Mds USD et en faillite depuis l'été 2017, va faire l'objet d'une restructuration de dette pilotée par une commission créée en Arabie saoudite. Cette issue pourrait permettre de traiter les arriérés de paiement du gouvernement saoudien envers l'entreprise et ceux de

cette dernière envers ses salariés. Ceci contraste toutefois avec le sauvetage du groupe de BTP saoudien Bin Laden dont le gouvernement pourrait acquérir une participation de 35% afin d'en assurer le sauvetage.

✓ Notre opinion – Les évolutions du traitement des difficultés du secteur du BTP seront à observer attentivement afin de déterminer si des motivations politiques affectent l'environnement des affaires

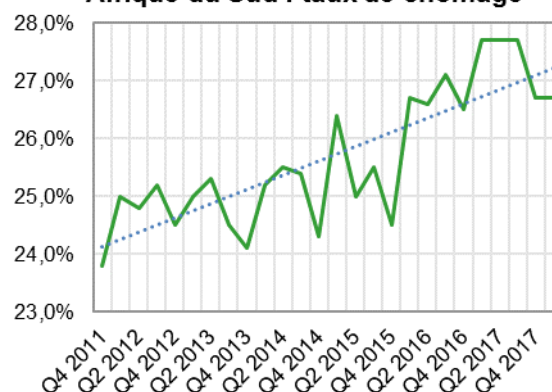
Afrique sub-saharienne

Afrique du Sud : le chômage se maintient au premier trimestre 2018

Le taux de chômage du premier trimestre de l'année 2018 est resté au même niveau qu'au dernier trimestre 2017, à 26,7%. Quant au chômage des plus jeunes (15-24 ans), il demeure à 52,4%. Notons que lorsque l'on élargit cette tranche aux 15-34 ans, ce taux atteint alors 38,2%.

De plus, même un diplôme universitaire ne garantit pas une entrée rapide sur le marché du travail puisque 33,5% des diplômés du supérieur, âgés de moins de 24 ans, sont au chômage. En revanche, les perspectives à moyen et long terme pour ces jeunes diplômés sont meilleures puisque ce taux chute à 10,2% pour les 25-34 ans et à 4,7% pour les 35-64 ans.

Afrique du Sud : taux de chômage



Source : Statistics South Africa, Crédit Agricole S.A.

Notre opinion – Après avoir atteint un point haut durant les trois premiers trimestres de 2017 à 27,7%, le taux de chômage s'est désormais stabilisé depuis deux trimestres à 26,7%. Ce léger recul n'occulte pas la tendance de moyen terme d'une hausse d'un demi-point de pourcentage en moyenne par an sur les six dernières années.

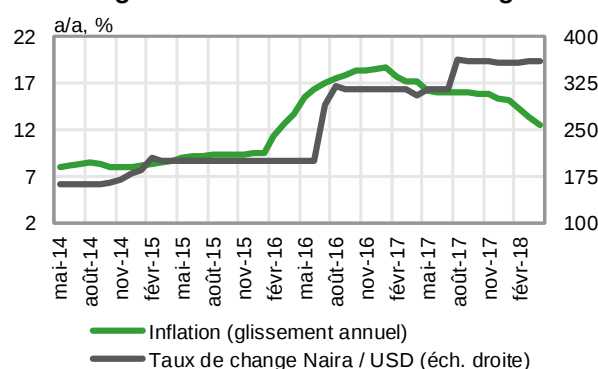
La lutte contre le problème endémique du chômage constitue l'un des objectifs centraux de C. Ramaphosa, récemment nommé président de l'Afrique du Sud, et notamment la lutte contre le chômage des jeunes. C'est dans cette optique qu'a été lancée en mars dernier l'initiative YES (pour Young Employment Service) qui vise à une collaboration accrue entre le gouvernement et les entreprises dans l'optique d'offrir davantage d'emplois et de possibilités d'apprentissage pour les jeunes. Selon le président, cette initiative serait capable de créer environ 500 000 emplois par an pour les jeunes. Les chiffres du chômage des prochains trimestres permettront de voir si cet objectif est atteignable, bien qu'il semble trop ambitieux.

Nigéria : l'inflation poursuit sa décrue

L'inflation d'avril 2018 atteint 12,48% en variation annuelle, contre 13,34% au mois de mars. Il s'agit du point le plus bas atteint depuis plus de deux ans, et la décrue de l'inflation entamée depuis le point haut à 18,71% en janvier 2017 se poursuit ainsi.

Cette inflation est majoritairement due aux mouvements du naira vis-à-vis du dollar américain, qui s'est affaibli de près de 60% à l'été 2016, avant une nouvelle dépréciation d'environ 15% l'été suivant. Depuis, le naira s'est stabilisé autour de 360 nairas pour un dollar.

Nigéria : inflation et taux de change



Source : National Bureau of Statistics, Reuters, CA S.A.

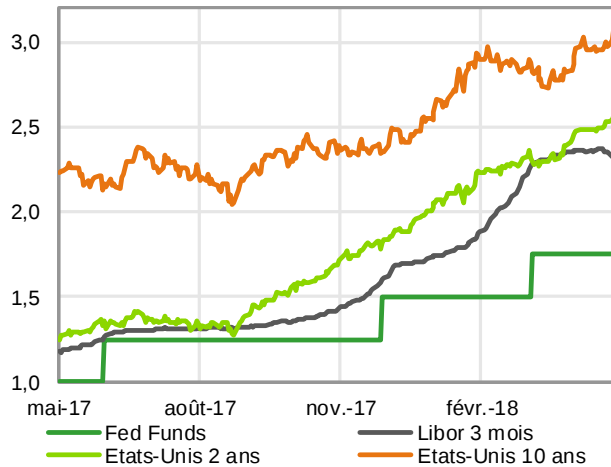
Notre opinion – L'inflation continue de ralentir au Nigéria, notamment grâce à la stabilisation du naira, mais demeure loin de la cible de la Banque centrale située entre 6 et 9%. Dans l'optique de continuer à freiner cette inflation, surtout dans le domaine alimentaire, et de soutenir le naira, la Banque centrale poursuit sa politique monétaire stricte avec un taux directeur maintenu à 14%.

Cette lutte contre l'inflation est primordiale au Nigéria en vue de restaurer le pouvoir d'achat des ménages (la consommation des ménages est en déclin sur les deux dernières années) et d'éviter la montée du mécontentement social à moins d'un an de l'élection présidentielle prévue en février 2019.

Tendances à suivre

Taux d'intérêt en dollar américain

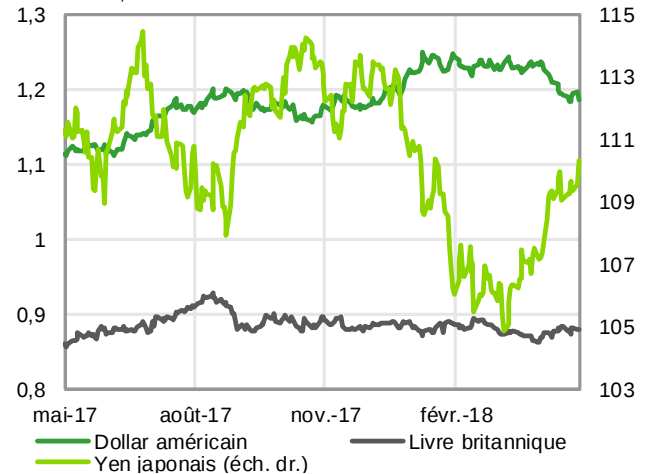
%, interbancaire (Londres) et souverains (Etats-Unis)



Source : Thomson Reuters

Taux de change des principales devises

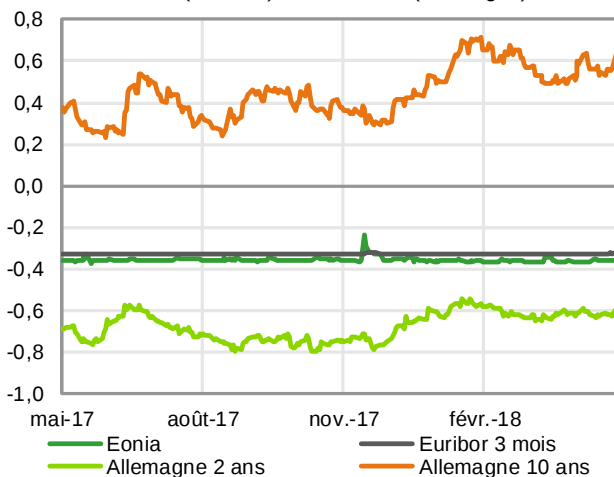
EUR/USD, EUR/GBP et USD/JPY



Source : Thomson Reuters

Taux d'intérêt en euro

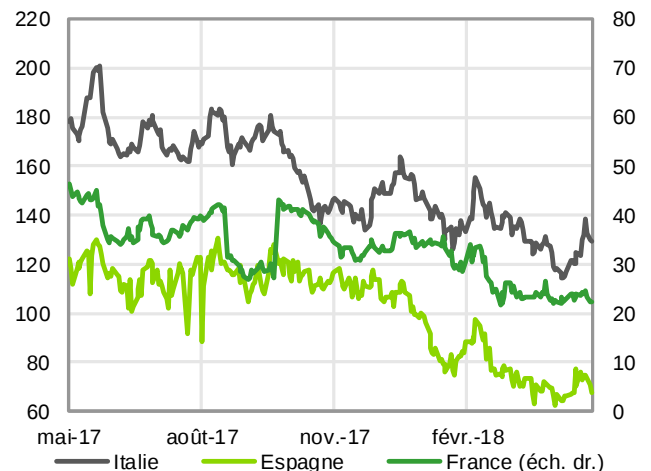
%, interbancaires (Londres) et souverains (Allemagne)



Source : Thomson Reuters

Spreads souverains européens avec le Bund

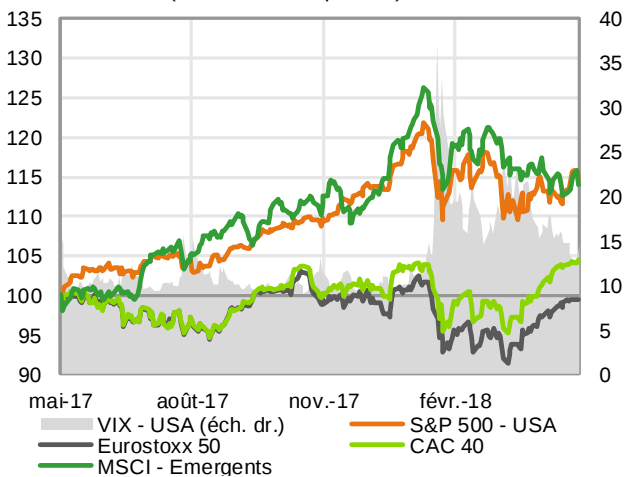
Pdb, dette en EUR à dix ans



Source : Thomson Reuters

Marché actions

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



Source : Thomson Reuters

Cours de l'once d'or

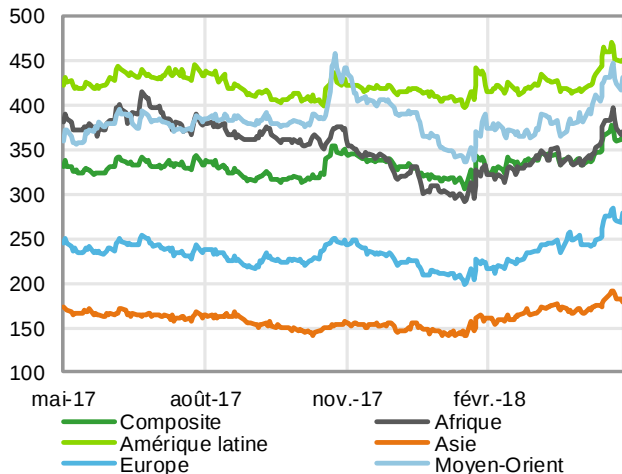
USD/Once troy (Londres)



Source : Thomson Reuters

Spreads souverains émergents avec le T-Bond

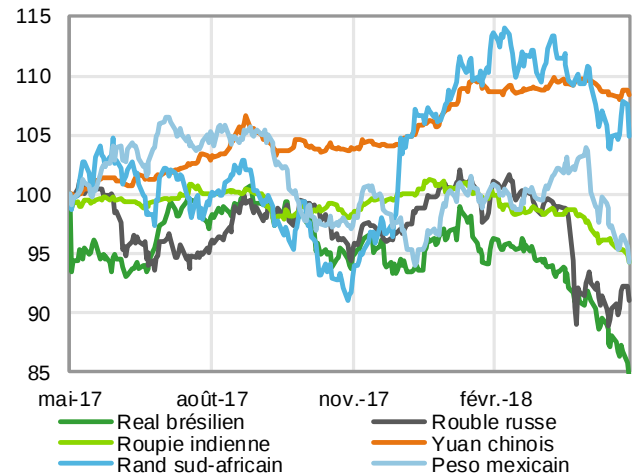
Indices EMBI+ (pdb, dette en USD de plus d'un an)



Source : JP Morgan

Devises émergentes

/USD (indice 100 = début de période)



Source : Thomson Reuters

Coût du transport maritime de vrac sec

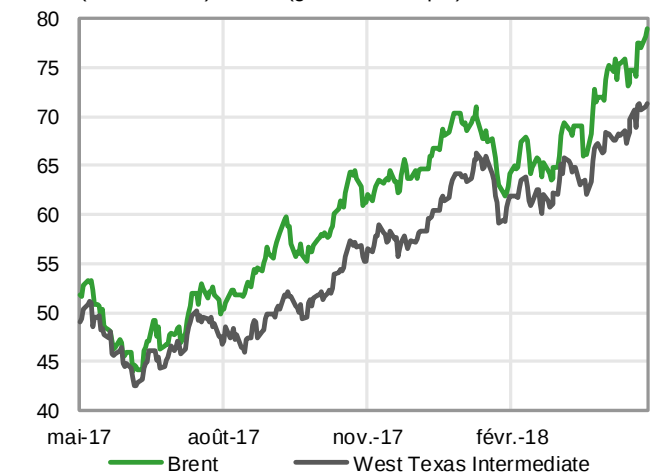
Baltic Dry Index (USD/point)



Source : Baltic Exchange

Cours du baril de pétrole brut en USD

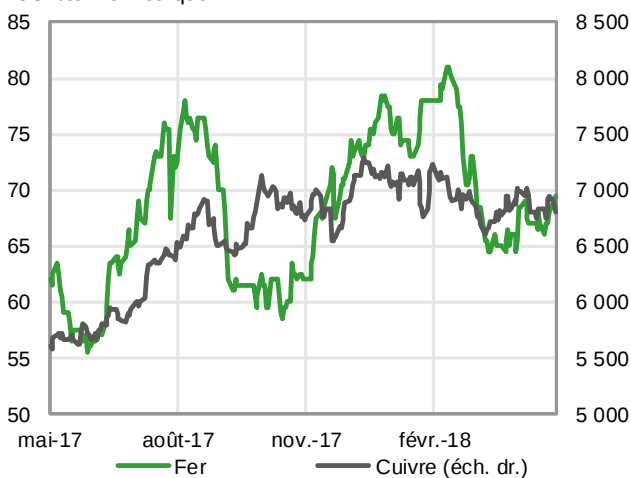
Brent (mer du Nord) et WTI (golfe du Mexique)



Source : Thomson Reuters

Cours des métaux

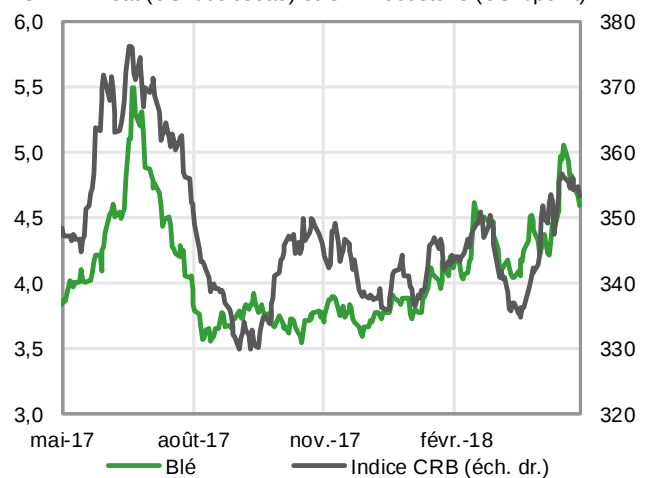
USD/tonne métrique



Sources : Steel Home, London Metal Exchange

Agriculture

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



Sources : USDA, CRB

Scénario économique du Groupe Crédit Agricole S.A.

	PIB (a/a, %)			Inflation (a/a, %)			Balance courante (% du PIB)		
	2017	2018	2019	2017	2018	2019	2017	2018	2019
Etats-Unis	2,3	2,8	2,9	2,1	2,4	2,0	-2,4	-2,8	-3,0
Japon	1,7	1,3	1,6	0,5	1,1	1,5	4,1	4,0	4,0
Zone euro	2,5	2,4	2,1	1,5	1,6	1,5	3,5	3,3	3,3
Allemagne	2,5	2,5	2,2	1,7	1,6	1,7	7,5	7,3	7,1
France	2,0	2,0	1,7	1,2	1,9	1,5	-1,3	-1,0	-0,9
Italie	1,5	1,6	1,4	1,3	1,1	1,0	2,5	1,8	1,8
Espagne	3,1	2,8	2,3	2,0	1,5	1,4	1,7	1,7	1,6
Pays-Bas	3,2	3,0	2,4	1,3	1,3	1,3	10,0	9,9	9,9
Belgique	1,7	1,8	1,6	2,2	2,0	1,9	-0,5	-0,3	-0,3
Autres pays développés									
Royaume-Uni	1,8	1,5	1,4	2,7	2,5	2,0	-4,4	-3,9	-4,4
Canada	3,0	2,2	1,7	1,6	2,1	2,0	-3,0	-3,0	-2,6
Australie	2,3	2,7	2,7	1,9	2,3	2,2	-2,3	-2,1	-2,3
Suisse	1,1	2,0	1,7	0,5	0,8	0,9	10,2	10,5	10,9
Suède	2,7	2,6	1,9	1,8	1,9	2,2	3,2	4,0	4,2
Norvège	1,9	2,4	2,9	1,9	2,0	1,8	5,1	5,3	5,0
Asie	6,2	5,9	6,0	2,4	2,8	2,8	1,9	1,2	0,8
Chine	6,8	6,6	6,4	1,6	2,5	1,6	1,4	0,7	0,0
Inde	7,1	6,7	7,4	4,5	3,7	5,9	-0,7	-1,7	-1,7
Corée du Sud	3,1	2,9	2,8	1,9	1,6	2,0	5,5	5,5	5,5
Indonésie	5,1	5,2	5,3	3,8	4,0	3,8	-1,5	-1,7	-1,8
Taiwan	2,5	2,0	2,0	0,6	1,2	1,5	13,0	12,0	12,0
Thaïlande	3,9	3,9	3,8	0,7	1,1	0,8	11,0	9,0	7,5
Malaisie	5,9	4,7	4,5	3,9	2,9	2,5	2,9	3,0	2,7
Singapour	3,6	3,0	2,5	0,6	1,0	1,0	19,6	19,3	19,0
Hong Kong	3,8	2,8	2,5	1,5	2,1	2,3	4,3	3,0	3,0
Philippines	6,6	6,5	6,5	3,3	3,6	3,2	-0,1	0,0	0,0
Vietnam	6,5	6,4	6,2	3,6	3,8	3,8	0,5	0,5	0,5
Amérique latine	1,6	2,5	2,7	6,3	5,1	4,4	-1,6	-1,9	-2,7
Brésil	1,0	2,5	2,9	2,9	3,7	4,0	-0,5	-1,1	-2,0
Mexique	2,0	1,9	2,1	5,7	4,2	3,3	-1,6	-1,8	-3,2
Argentine	2,9	3,6	3,7	23,0	14,0	10,0	-4,3	-4,5	-4,5
Colombie	1,6	2,7	2,3	3,3	3,2	3,2	-3,7	-3,3	-3,0
Europe émergente	3,5	3,0	2,3	5,6	4,9	4,7	-0,4	-0,8	-0,6
Russie	1,5	1,8	1,4	4,4	3,2	4,0	2,2	2,0	1,8
Turquie	7,4	4,8	3,0	11,1	11,0	9,0	-5,5	-6,6	-5,2
Pologne	4,6	4,3	3,0	2,0	1,4	1,7	0,3	-0,4	-0,6
Rép. Tchèque	4,6	3,5	3,1	2,5	1,9	1,7	1,1	0,5	0,5
Roumanie	6,9	4,5	4,0	1,3	4,7	3,0	-3,4	-3,6	-3,9
Hongrie	4,0	3,7	3,2	2,3	2,4	2,7	2,9	2,7	2,5
Ukraine	1,8	3,0	3,3	12,9	9,9	7,0	-4,4	-3,8	-4,0
Afrique, Moyen-Orient	1,9	3,0	3,3	7,4	6,4	6,1	-0,9	-0,1	0,2
Arabie Saoudite	-0,7	1,5	2,5	-0,8	3,4	2,9	1,3	3,0	3,0
Emirats Arabes Unis	2,0	3,0	3,1	2,0	3,1	3,0	3,8	4,0	4,1
Afrique du Sud	1,3	2,6	2,2	5,3	5,0	5,7	-2,5	-3,2	-3,3
Egypte	4,0	4,1	4,3	28,6	14,4	12,0	-6,0	-4,1	-3,3
Algérie	2,2	2,3	2,1	5,6	6,0	6,6	-13,7	-12,0	-11,0
Qatar	1,7	2,9	2,5	0,4	3,0	2,8	2,0	3,0	3,0
Koweït	-1,2	2,4	3,0	1,5	2,8	3,5	2,7	3,5	4,9
Maroc	4,2	3,3	3,8	0,8	1,8	2,0	-3,6	-3,3	-3,1
Tunisie	2,1	2,6	3,0	5,3	4,8	4,3	-10,0	-8,5	-7,9
Total	3,6	3,7	3,7	3,0	3,0	2,9			
Pays industrialisés	2,3	2,4	2,3	1,7	2,0	1,8			
Pays émergents	4,7	4,7	4,7	4,0	3,8	3,7			

MAJ le 17/05/2018

[Vous pouvez consulter nos prévisions économiques et financières sur notre site Internet.](#)

Consultez nos dernières parutions en accès libre sur Internet :

Date	Titre	Thème
11/05/2018	<u>Monde - L'actualité de la semaine</u>	Monde
07/05/2018	<u>France – Immobilier résidentiel : évolutions récentes et perspectives 2018-2019</u>	France, Immobilier
04/05/2018	<u>Monde - L'actualité de la semaine</u>	Monde
30/04/2018	<u>Europe – Commerce extérieur – Guerre commerciale : le prix à payer</u>	Europe
30/04/2018	<u>France - Scénario 2018-2019 : Une croissance solide en 2018-2019, malgré des difficultés...</u>	France
19/04/2018	<u>Royaume-Uni – Scénario 2018-2019 : perspectives au T1-2018</u>	Royaume-Uni
18/04/2018	<u>France – Programme de stabilité 2018</u>	France
18/04/2018	<u>Allemagne – Scénario 2018-2019 : perspectives au T1-2018</u>	Allemagne
11/04/2018	<u>France – Établissements de santé : tendances à mi-avril 2018</u>	France, sectoriel
09/04/2018	<u>France – Travail temporaire : tendances à mi-avril 2018</u>	France, sectoriel
04/04/2018	<u>Monde – Scénario macro-économique 2018-2019 : en termes de croissance, le mieux peut se révéler...</u>	Monde
04/04/2018	<u>Allemagne – Marché immobilier : s'approche-t-on du retournement du cycle ?</u>	Allemagne
03/04/2018	<u>Infographie - Le baromètre des Médias en France</u>	Sectoriel
30/03/2018	<u>France : situation des PME</u>	France
28/03/2018	<u>Royaume-Uni – Brexit : des avancées significatives, mais le plus dur reste à faire</u>	Royaume-Uni
22/03/2018	<u>Le Baromètre de l'e-Commerce en France</u>	France, sectoriel
22/03/2018	<u>Italie – Conjoncture : la croissance et l'amélioration dans le secteur bancaire contiennent le risque politique</u>	Italie, Macro et banques
09/03/2018	<u>Italie – le grand puzzle post-électoral : premières réactions</u>	Italie
01/03/2018	<u>Italie – Enjeux politiques : Le risque n'est pas toujours où l'on croit</u>	Italie
15/02/2018	<u>Enjeux politiques – Populismes : le piège se referme en République tchèque</u>	République tchèque
13/02/2018	<u>France – Transports routiers de marchandises : tendances à mi-février 2018</u>	France, sectoriel
23/01/2018	<u>Roumanie – Conjoncture : entre croissance et incertitudes</u>	Roumanie

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 : Ticiano BRUNELLO, Olivier ELUERE, Léopold JOUVEN, Ludovic MARTIN, Paola MONPERRUS-VERONI, Anna SIENKIEWICZ, Philippe VILAS-BOAS

Royaume-Uni, Irlande, pays scandinaves : Slavena NAZAROVA

Europe centrale et orientale, Asie centrale : Tania SOLLOGOUB, Ada ZAN

Asie : Sylvain LACLIAS

Amérique latine : Catherine LEBOUGRE, Sarah DAHMANI

Afrique du Nord, Moyen-Orient : Olivier LE CABELLEC

Afrique : Matthias LOISE

Documentation : Dominique PETIT, Elisabeth SERREAU, Delphine EUPHRASIE

Statistiques : Robin MOURIER

Réalisation et Secrétariat de rédaction : Véronique CHAMPION

Contact : publication.eco@credit-agricole-sa.fr

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

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

iPad : application [Études ECO](#) disponible sur App store

Android : application [Études ECO](#) disponible 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.