Perspectives

Hebdomadaire – N°18/219 – 26 octobre 2018

MONDE – L'actualité de la semaine

☞ La BCE, rassurante en des temps troublés

L'aversion au risque persiste et tout recule (même le prix du pétrole). Marchés actions, marchés du crédit, marchés émergents et, après s'être fortement redressés, taux d'intérêt longs américains qui se replient de quelques petits points de base (8 sur la semaine à 3,10%). Plus qu'une amélioration des perspectives, déjà brillantes, de croissance et d'inflation aux États-Unis, la hausse récente des taux américains semble refléter une normalisation des primes de terme. C'est la raison pour laquelle leur redressement a aussi fortement pénalisé, en tout premier lieu, les marchés actions et, au-delà, les actifs plus risqués. Couplée à l'appréciation du dollar, cette hausse (à ce stade, encore digeste) des taux longs s'assimile à un durcissement « naturel » des conditions financières américaines et permet d'affaiblir les arguments en faveur d'un resserrement monétaire plus agressif de la Fed.

Quant au prix du pétrole, il reflue de 3,5% au cours de la semaine : un repli susceptible de suggérer que la crainte d'un ralentissement mondial a finalement commencé à l'emporter sur les préoccupations relatives à l'insuffisance de l'offre. Ou un repli intervenant à un moment particulièrement propice pour D. Trump et qui pourrait bien n'être qu'une baisse en trompe-l'œil (cf. *Éditorial*).

Du côté européen, la BCE par l'intermédiaire de M. Draghi, s'est voulue rassurante : l'évaluation des risques (« largement équilibrés ») est identique à celle de septembre. Les perspectives macro-économiques globales n'ont pas été révisées : une inflation un peu plus faible et une croissance témoignant d'un peu moins d'allant ne suffisent pas à les altérer. En conséquence, la BCE n'a pas modifié l'agenda et les outils de sa politique monétaire : le *Quantitative Easing* devrait toujours prendre fin en décembre 2018 (sous réserve, selon l'expression consacrée, que les perspectives d'inflation à moyen terme soient confirmées), alors que les taux devraient rester à leur niveau actuel au moins jusqu'à l'été 2019. La politique de réinvestissement sera présentée en décembre : la BCE bénéficiera de plus de souplesse pour réinvestir le produit des obligations arrivant à échéance.

Enfin, sur la délicate question de l'Italie (cf. article *Italie*), la position de la BCE est claire : il s'agit d'un problème fiscal et non d'un problème monétaire. Une question nationale relevant de la Commission européenne. Mais, à très court terme, c'est plus avec les agences de notation et les marchés qu'avec la Commission européenne que la partie s'annonce rude. L'abaissement de la note de Moody's vendredi dernier met l'Italie à un cran du *speculative grade*. Standard & Poor's devrait publier sa revue de la notation italienne aujourd'hui (actuellement BBB, perspective stable). Alors que le *spread* italien (à 325 pdb) s'est encore écarté par rapport au Bund, ce dernier se replie pour être de nouveau inférieur à 0,40%.

☞ *Une baisse du prix du pétrole en trompe-l'œil ?* 2
☞ *France : le climat des affaires recule d'un point, le PMI composite est quasi stable* 3
☞ *Italie : « moral suasion » et réversibilité* 3
☞ *Ukraine : le FMI pourrait-il (enfin) être un peu plus attentif aux questions sociales et politiques ?* 5
☞ *Chine : nouveau coup de frein* ..... ***Erreur ! Signet non défini.***
☞ *Chine : la phrase de la semaine* ..... ***Erreur ! Signet non défini.***
☞ *Brésil : au-delà de l'urgence des retraites, celle de la productivité* 7
☞ *Algérie : comment évolue l'économie depuis la remontée du prix du pétrole ?* 8
☞ *Arabie saoudite : l'affaire Khashoggi met une forte pression sur le prince héritier MBS* 8
☞ *Nigéria : le Sénat donne son accord pour une nouvelle émission de 2,8 Mds USD d'obligations souveraines* 9
☞ *Afrique du Sud : la difficile tâche du nouveau ministre des Finances, Tito Mboweni* 9

Editorial

☞ Une baisse du prix du pétrole en trompe-l'œil ?

Depuis début octobre, le prix du pétrole sur l'ensemble des marchés (physiques et papiers) baisse. Après avoir flirté avec les 90 dollars par baril début octobre, le *Dated Brent* est repassé mardi sous le seuil des 80 dollars. Faut-il pour autant en déduire que le marché est durablement bien approvisionné ? Les assurances répétées du ministre de l'Énergie saoudien, Khalid al-Falih, selon lesquelles l'Arabie saoudite ne réduira pas ses exportations de pétrole, malgré les condamnations internationales intervenues après les révélations des circonstances dramatiques de la mort du journaliste saoudien Khashoggi, ont rassuré les marchés. Avant même cette tragique disparition et les craintes sur l'offre pétrolière saoudienne, certains analystes mettaient en avant l'augmentation des stocks américains pour justifier une offre suffisante et la baisse du prix du pétrole. L'analyse des stocks donne une image à un moment précis de l'équilibre entre l'offre et la demande pétrolières. Elle ne suffit cependant pas à dessiner des tendances sur les moyen et long termes. Plusieurs facteurs, certains conjoncturels et d'autres qui pourraient devenir structurels contribuent, en fait, à la baisse actuelle du prix du pétrole.

La période s'étalant entre la mi-septembre et octobre est propice aux arrêts de maintenance et travaux d'entretien des raffineries. Aux États-Unis, entre fin août et mi-octobre, le volume de pétrole raffiné a diminué de 1,5 million de barils par jour. Les puits de pétrole ne s'arrêtant pas de produire, cet excédent de production rejoint naturellement les bacs de stockage. Fin août, l'administration américaine a décidé de vendre 11 millions de barils de ses réserves stratégiques entre le 1er octobre et le 30 novembre. La mise en vente de ce lot coïncide parfaitement, d'une part, avec la mise en œuvre des sanctions américaines sur le pétrole iranien et, d'autre part, avec une échéance électorale importante pour le président Trump. Sur la base des premiers chiffres de l'Agence Américaine de l'Énergie, cette vente s'effectue à un rythme d'environ 180 000 barils par jour. C'est un complément non négligeable, mais juste ponctuel, à l'augmentation d'un million de barils par jour promise par l'Arabie saoudite d'ici fin 2018. Il est par ailleurs possible qu'une partie des 2,4 millions de barils des réserves stratégiques cédés pendant les deux premières semaines d'octobre soit maintenant comptabilisée dans les stockages commerciaux.

Il n'est aussi pas rare qu'entre septembre et novembre, la consommation de pétrole baisse un peu, contribuant à soulager les prix du pétrole pendant cette période. Dans l'hémisphère nord, c'est la fin des vacances, et les mois froids d'hiver n'ont pas encore imposé le fonctionnement intensif du chauffage résidentiel.

Depuis 2011, les soubresauts de la production libyenne ont fortement pesé sur le prix du pétrole. Contre presque toute attente et depuis fin septembre, la production libyenne a grimpé de 400 000 barils par jour à 1,3 million de barils, ce qui n'était pas arrivé depuis 2013. Cette augmentation de production, qui par l'ampleur est proche de celle d'Arabie saoudite entre mai et août derniers, est très certainement une des principales causes de la légère baisse du prix du pétrole depuis octobre. Mais l'activité pétrolière est tributaire de la situation sécuritaire en Libye et de nouvelles luttes entre milices susceptibles d'endommager les infrastructures pétrolières restent possibles. L'augmentation de la production libyenne dont profite aujourd'hui l'offre mondiale ne pourrait être que temporaire.

Récemment, le marché a sans doute été sensible aux propos tenus par Steven Mnuchin, secrétaire du Trésor américain lors d'un déplacement au Moyen-Orient. Réalisme de l'ensemble de l'administration américaine ou d'un seul homme face au risque d'une importante pénurie de l'offre mondiale de pétrole qu'entraînerait un assèchement total des exportations de pétrole iranien, les récentes déclarations de Steven Mnuchin maintiennent la possibilité aux pays importateurs de bénéficier de dérogations, contre une baisse significative de leurs achats de pétrole iranien. Reste encore à quantifier le terme « significatif » que l'on retrouve dans la « *Public Law* 112-81 » du 31 décembre 2011 et qui régit les sanctions américaines sur le pétrole iranien. Les législateurs américains ont donné la liberté au président américain de fixer le seuil de réduction minimale. Entre 2012 et 2015 sous la précédente administration, une diminution significative correspondait à une réduction de 20% environ des importations de pétrole iranien. Aujourd'hui et sans surprise, Mnuchin suggère que les pays importateurs de pétrole iranien devront réduire davantage pour bénéficier des « largesses » américaines. Si le terme « significatif » n'est toujours pas précisément connu sous l'ère Trump, le marché peut néanmoins espérer que les exportations iraniennes de pétrole ne seront pas nulles. Les récentes déclarations de Steven Mnuchin, à supposer qu'elles ne soient contredites par le président Trump, ont donc dû soulager un marché de plus en plus soucieux de l'impact des sanctions américaines sur l'équilibre du marché pétrolier.

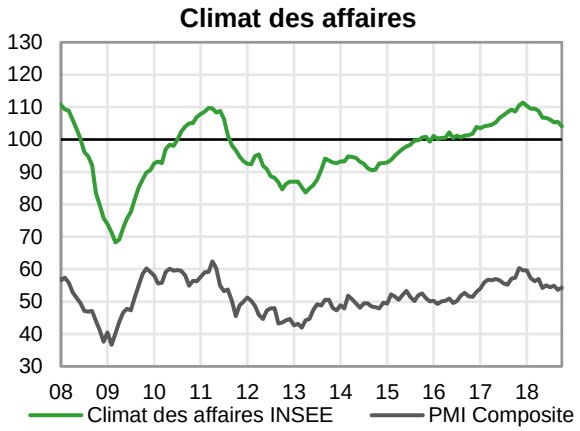
À court et moyen termes, ce ne sont donc pas les ventes de pétrole des réserves stratégiques américaines ou une réduction conjoncturelle de la demande qui limiteront l'envolée du prix du pétrole, mais davantage la stabilité de la production libyenne et la délivrance de dérogations sur l'importation de pétrole iranien.

Zone euro

☞ France : le climat des affaires recule d'un point, le PMI composite est quasi stable

En octobre, l'indice PMI composite est quasi stable par rapport à septembre (54,3 après 54). Cela se justifie par une hausse de l'indice PMI dans les services, (55,6, un plus haut de quatre mois, après 54,8), tandis que celui de l'industrie manufacturière se replie, à 51,2, après 52,5 (un plus bas de 25 mois).

Le climat des affaires Insee s'établit en octobre à 104 points, après 105 en septembre, soit son plus bas niveau depuis avril 2017. Cette baisse se justifie par la détérioration du climat des affaires dans l'industrie (104 points, après 107 en septembre) et dans le commerce de détail (105 points, après 109 en septembre) tandis que le bâtiment et les services demeurent inchangés, à respectivement à 108 et à 105. Le climat de l'emploi est stable, à 107.



Sources : Insee, Crédit Agricole S.A.

☑ **Notre opinion –** *Sur les dix premiers mois de l'année, on observe une nette tendance à la baisse des indicateurs PMI et Insee. Ils conservent toutefois des niveaux cohérents avec une croissance trimestrielle de l'ordre de 0,4% sur la fin d'année. Alors que le climat des affaires dans le secteur des services semble se stabiliser, la tendance au ralentissement est plus marquée dans l'industrie, en particulier dans le secteur automobile. Cela se justifie notamment par les craintes autour du* Brexit *et les potentielles retombées de la guerre commerciale sur ce secteur.*

☞ Italie : « *moral suasion* » et réversibilité

La partie du budget italien se joue plus avec les agences de notation et les marchés qu'avec la Commission européenne. L'abaissement de la note de Moody's vendredi dernier ramène l'Italie à un cran du *speculative grade*. Si les rachats de titres de la BCE et sa capacité à accepter le souverain italien comme collatéral pour les opérations de financement ne sont pas menacés, puisque c'est la meilleure des notes des quatre agences de *rating* (dont DBRS supérieure de trois crans au *speculative grade*) qui fait foi, le risque de ventes forcées se rapproche. Dans les indices contenant le souverain des pays avancés, c'est le plus souvent la note la plus basse qui détermine l'exclusion d'un titre. Mais les marchés ont réagi plutôt positivement à l'action de Moody's. Ils craignaient, en effet, une nouvelle perspective négative, qui aurait initié une procédure de révision ultérieure, bien plus dangereuse. Moody's a stabilisé son *outlook* et pondéré sa vision sur l'économie italienne, en soulignant l'atout que représente l'important patrimoine des ménages italiens comme marge de sécurité pour l'État. Cette analyse a vite alimenté un débat déjà ouvert sur la recherche de nouveaux leviers pour contenir le déficit budgétaire. Car si le gouvernement, notamment les *leaders* des deux partis au pouvoir, multiplient les déclarations grandiloquentes sur leur volonté de ne pas céder à la Commission européenne et de maintenir le déficit à 2,4% du PIB, ils sont néanmoins inquiets de la remontée de la prime de risque et de son impact sur les conditions de financement du secteur bancaire, mais aussi de la remontée de la charge de la dette publique qui en résulte, venant éroder leur marge d'action budgétaire. Comme M. Draghi l'a bien rappelé lors de sa dernière conférence de presse, la dernière enquête de la BCE (*bank lending survey*) signale déjà un durcissement des conditions de crédit pratiquées par les banques italiennes au secteur privé. D'ici le 19 novembre, date à laquelle l'Italie devra rendre son projet de loi de finances révisé, le bruit va enfler et il sera plus compliqué d'identifier les signaux. En effet, dans un climat de pré-campagne pour les élections européennes, va s'ouvrir une confrontation décisive entre les deux partis sur les éventuelles concessions à faire pour amender le projet de budget.

Le ministre de l'Économie avance l'idée d'une vérification trimestrielle de l'évolution des variables macro-économiques et budgétaires, ce qui impliquerait une réversibilité de certaines mesures si la réalité ne venait pas confirmer les projections de croissance optimistes du gouvernement. Une autre hypothèse serait celle d'une introduction plus graduelle des mesures. Cela rouvrirait les négociations entre les deux forces politiques, toutes les deux très pressées de concrétiser leurs promesses vis-à-vis de leur base électorale. La Ligue, ayant déjà renoncé à la mise en place immédiate de sa

mesure phare de *flat tax*, pourrait difficilement accepter d'autres concessions. Elle se dit prête à réviser à la baisse les dépenses (autres que celle dérivant de la réforme des retraites) si besoin. Implicitement, cela revient à identifier comme champ d'économie de dépenses le revenu universel, mesure phare du M5S. Comment y renoncer alors que le Mouvement est en baisse dans les sondages et que sa direction est de plus en plus contestée par la base ? Le bras de fer risque d'être très musclé. Et du coup, pourquoi ne pas faire preuve de créativité ? Comme affirmé par Moody's, le patrimoine des ménages italiens est élevé, sous-entendant qu'il existe des marges pour un impôt sur le patrimoine (l'Italie n'a pas d'ISF, ni d'impôt sur les plus-values immobilières et un impôt sur les successions très limité). Mais pas question pour un gouvernement « hyper politique » de s'en charger, après le précédent de plusieurs gouvernements « techniques » qui sont tombés après des tentatives d'imposer ce type de mesures. Plutôt mobiliser ce patrimoine pour combler le vide laissé par le départ des investisseurs étrangers et « nationaliser » la dette publique par une incitation fiscale à la détention par les particuliers (par des comptes individuels d'épargne, CIR). À croire que les problèmes de crédibilité du gouvernement existent uniquement au-delà des frontières. Une alternative serait sinon de chercher de nouveaux alliés, selon une stratégie déjà pratiquée par Syriza en Grèce. On comprend ainsi mieux le sens de la visite en Russie du Premier ministre et les déclarations de Poutine sur sa disponibilité à acheter des titres souverains italiens. Un résultat particulièrement « constructif » pour le processus d'intégration européenne et notamment pour l'Union monétaire…

☑ **Notre opinion –** *Les élections régionales dans le Trentin-Haut Adige signalent une remontée importante de la Ligue. Dans la province de Trente, la coalition du Centre-droit obtient 47% des voix, dont 27% pour la Ligue qui devient le premier parti. Le Parti démocrate et le M5S sont en baisse. Dans la province de Bolzano, les conservateurs de la* Südtyroler Volkspartei *ne retrouvent pas la majorité absolue et, compte tenu de la piètre performance du Parti démocrate, ne pourront plus compter sur cet allié de gouvernement. Ils devront donc se retourner vers la Ligue, qui avance et se pose comme partenaire incontournable. Cette progression de la Ligue vient davantage déstabiliser l'équilibre entre les deux forces de gouvernement, en particulier parce qu'elle confirme que le Centre-droit uni est capable de remporter la majorité et renforce la collaboration avec les forces de droite au niveau local. Ce nouveau rapport de force ne pourra que peser sur les négociations en cours autour du budget.*

Europe centrale et orientale, Asie centrale

☞ Ukraine : le FMI pourrait-il (enfin) être un peu plus attentif aux questions sociales et politiques ?

Le gouvernement ukrainien a pris les mesures de hausse des prix de l'énergie (de 22,5%) réclamées par le FMI pour débloquer les 3,9 Mds USD d'aide, gelés depuis 2017. Ce dernier a donc donné un accord de principe, qui doit être ratifié, mais qui a tout de même beaucoup rassuré les marchés.

Du point de vue économique, c'est une mesure qui se justifie, car les prix de l'énergie civile sont parfois inférieurs de 60% aux prix internationaux. C'est d'ailleurs une mesure typique des programmes de transition, qui ont été appliqués dans tous les pays d'Europe centrale il y a quelques années : en effet, rétablir une vérité des prix relatifs est la seule façon de rétablir une structure de prix saine et une baisse durable de l'inflation.

Mais à court terme, cette mesure va évidemment se traduire par une hausse des prix et c'est bien pour cela que le gouvernement était si réticent à la mettre en œuvre. En effet, les sondages prouvent que les Ukrainiens mettent la question de la hausse des prix au premier plan de leurs préoccupations politiques et qu'ils attendent du gouvernement qu'il leur offre un environnement monétaire durablement stable, après les énormes chocs liés à la guerre. La demande du FMI est donc très dangereuse politiquement, dans une année pré-électorale (élections présidentielles et parlementaires) à haut risque.

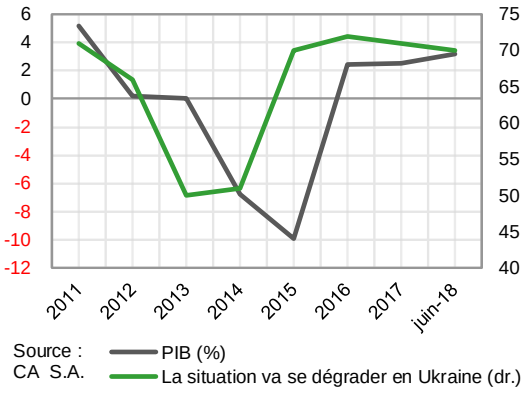
En effet, il est très difficile de faire la moindre prévision politique pour le pays, sauf celle d'un Parlement qui va sans doute rester durablement éclaté entre de nombreux partis et donc divisé. Cela augure mal de la marge de manœuvre du futur président en matière de gouvernabilité du pays. Quant au futur président, le pari est difficile : le président sortant est au plus bas dans les sondages et Yulia Timoshenko sort plutôt en tête. Mais cela n'est pas très significatif au regard du nombre très élevé d'indécis.

Plus profondément encore, les Ukrainiens sont très lassés de la sensation que leur pays est impossible à « désoligarchiser ». En effet, de nombreuses réformes structurelles ont été mises en œuvre sur les deux dernières années, y compris en matière de corruption, mais le mouvement semble bloquer dès qu'il aborde la question des oligarques. Des procès sont lancés, mais n'aboutissent pas. Voire, le pays devient de plus en plus clanique.

Dans ce contexte, le moral des Ukrainiens reste bas. Ils semblent même n'avoir que peu conscience des améliorations de la conjoncture et le taux de pessimistes (réponse à la question : les choses vont-elles dans le bon ou le mauvais sens ?) est toujours très élevé depuis plusieurs années. Et surtout, il ne semble pas influencé par la reprise de l'activité économique (cf. graphique). Ainsi, 55% des sondés pensent aussi qu'il n'y a pas eu de croissance du PIB ces deux dernières années, ce qui est faux. La question politique qui se pose pour le gouvernement n'est donc pas seulement celle de la stabilisation conjoncturelle, mais de sa perception…

À cela, il faut ajouter que les réformes structurelles entreprises ne sont pas toujours bien comprises par la population, comme en témoigne la réforme de l'assurance santé que 59% des Ukrainiens disent mal comprendre.

Ukraine : croissance et confiance



☑ **Notre opinion –** *Certes la perspective d'un probable déblocage des fonds du FMI rassure les marchés face à un pays dont la dette à court terme dépasse largement les réserves et où ces dernières étaient d'ailleurs repassées légèrement au-dessous du seuil d'alerte des trois mois d'importations. Certes, le pays pouvait se trouver en situation délicate l'année prochaine, avec un pic de remboursement sur sa dette externe qu'il n'était pas totalement certain de pouvoir assumer, comme l'a expliqué le Premier ministre pour expliquer la hausse des prix de l'énergie.*

Mais à quel coût politique tout cela ! Le pays est extrêmement fragile politiquement, et l'esprit de Maïdan (une revendication de lutte anti-corruption) s'est clairement dilué. De plus, le conflit du Donbass n'est pas si « gelé » que les Occidentaux veulent bien le penser, car il y a des morts chaque semaine et c'est évidemment très anxiogène pour toute la population. Des élections dans un tel contexte peuvent donner des surprises et ce serait alors cher payer le rétablissement de la vérité des prix relatifs. Bref, on peut se vraiment demander si le FMI est au courant de l'état géopolitique du monde et du rôle de pivot que joue l'Ukraine dans la relation russo-américaine…

Asie

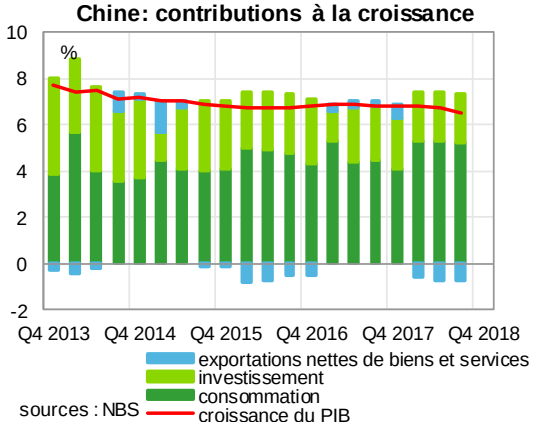
☞ Chine : nouveau coup de frein

La croissance a ralenti à 6,5% en variation sur un an au troisième trimestre après avoir déjà marqué le pas, légèrement, au trimestre précédent à 6,7%. Il s'agit d'un plus bas depuis les trois premiers mois de 2009.Un ralentissement derrière lequel on retrouve, à s'en tenir aux chiffres officiels, une contribution marginalement moindre de la consommation, lorsque celle de l'investissement et celle de la demande externe nette sont restées identiques.

Par ailleurs, la production industrielle a progressé de 5,8% en variation sur un an en septembre, lorsqu'elle avait crû de 6,1% le mois précédent. Au contraire les ventes au détail et l'investissement ont légèrement gagné en vigueur le mois dernier, en s'inscrivant en hausse respectivement de 9,2% et de 5,4%, contre 9% et 5,3% en août.

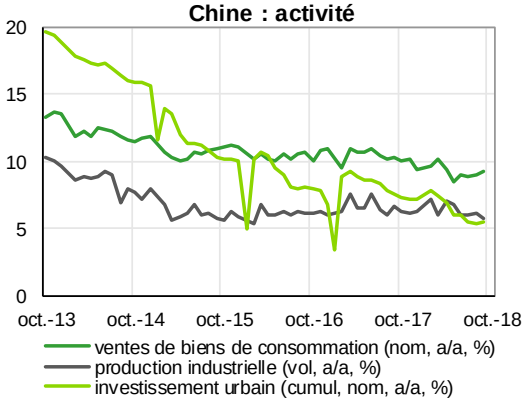
Côté immobilier, les nouvelles mises en chantier ont augmenté de 19,4% en septembre, comparé à 19,7% en août. Les ventes, elles, ont un peu plus marqué le pas, en progressant de 3,3% au lieu de 4,1%. Quant à l'investissement effectué par les acteurs de la branche, il y a progressé de 9,9%, toujours en variation sur un an, en septembre, soit de de 0,2 point de pourcentage de moins qu'au mois d'avant.

Chine: contributions à la croissance



sources : NBS

Chine : activité



Source : NBS

☑ **Notre opinion –** *Le ralentissement de l'économie chinoise durant l'été était largement attendu. Le consensus tablait néanmoins sur un mouvement plus léger, avec une croissance plutôt à 6,6% au troisième trimestre. Certains éléments ont vraisemblablement été sous-estimés. Les répercussions de la contraction des nouveaux financements à l'économie (en données cumulées sur douze mois) depuis juin en dépit d'une politique monétaire un peu plus souple ces derniers mois ? L'impact de l'affrontement commercial avec Washington sur la confiance des entreprises et des ménages ?*

Quoi qu'il en soit, pour le moment, le relèvement des tarifs douaniers américains sur les importations de biens chinois n'a pas de retombées négatives manifestes sur les exportations. Signe d'une grande capacité d'adaptation et d'une grande réactivité des entreprises chinoises pour trouver d'autres débouchés, avec l'appui de Pékin ? Plutôt une question de temps, mais cela ne saurait tarder, à compter du quatrième trimestre ou du début d'année prochaine ? Ou les deux ?

Penchons pour l'instant en faveur de la deuxième possibilité ou de la troisième. Les pressions baissières sur l'activité chinoise devraient alors s'accentuer au cours des mois à venir. C'est assez probable, c'est le plus probable. Obligeant les dirigeants chinois, là aussi le plus probablement, à multiplier les mesures de soutien à l'économie ; mesures dont l'ampleur dépendra in fine *de l'état du marché du travail, avec l'idée sous-jacente de préserver la stabilité sociale, priorité des priorités pour Pékin.*

☞ Chine : la phrase de la semaine…

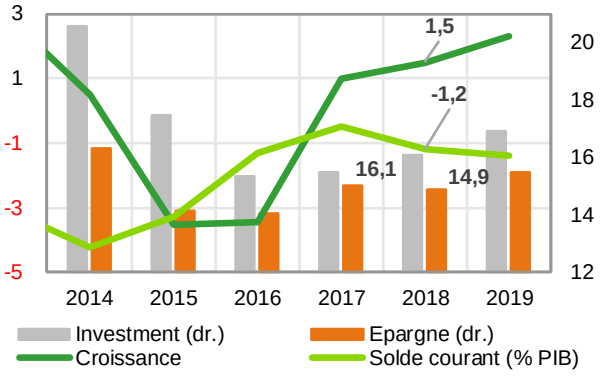
Elle émane du ministre chinois de la Défense et s'inscrit dans le contexte actuel de « rapprochement » entre Washington et Taipei et de multiplication des manœuvres militaires américaines dans le détroit de Formose : « La question de Taïwan est liée à la souveraineté et à l'intégrité territoriale de la Chine et touche aux intérêts fondamentaux de la Chine… Sur ce point, il est extrêmement dangereux de challenger/défier la Chine de façon répétée. Si quelqu'un tente de séparer Taïwan de la Chine, l'armée chinoise mènera les actions nécessaires à n'importe quel prix ».

Amérique latine

☞ Brésil : au-delà de l'urgence des retraites, celle de la productivité

Au classement établi par le *World Economic Forum* sur la compétitivité, le Brésil recule de trois places pour occuper la 72e position sur 140 pays et la dernière place parmi les BRICS (Chine : 28e, Russie : 43e, Inde : 58e, Afrique du Sud : 67e). Outre ce qui est habituellement regroupé sous le vocable de « coût Brésil » (excès bureaucratiques et surcharge de réglementations qui sont, par ailleurs, des vecteurs de corruption), la productivité et donc la compétitivité du Brésil pâtissent du faible niveau de qualification (125e position). La performance du marché du travail est également incriminée (114e place). L'accent est mis sur une triple nécessité : investissements en capital humain, politiques de redistribution et fiscalité progressive afin de réduire les inégalités. Des nécessités essentielles qui ne nuisent pas à la compétitivité.

Brésil : le prix élevé de la faiblesse de l'investissement



Sources : FMI (WEO), Crédit Agricole S.A.

☑ **Notre opinion –** *Faiblesse de la productivité, de la compétitivité, de l'investissement en capital humain et en capital tout court. Cette déficience de l'investissement qui préserve les comptes extérieurs, mais malheureusement explique, par-delà l'anémie de la reprise actuelle, que le taux de croissance potentiel soit désormais estimé à 2% environ (à rapprocher d'un taux de croissance démographique de 0,8% et d'un taux de pauvreté de 25%). Fragmentaires mais éloquents, quelques chiffres suffisent à renseigner sur l'effort à réaliser en termes d'éducation. Selon l'OCDE, en termes de compétences en mathématiques, sciences ou lecture, sur 42 pays, le Brésil occupe soit le dernier rang, soit la 40e place (étant alors distancé dans l'échec par l'Indonésie et le Pérou). Les jeunes déscolarisés et sans emploi représentent 14% de la population des quinze/dix-neuf ans pour une moyenne de l'OCDE de 6%. Le Mexique, la Colombie, la Turquie se distinguent en affichant des taux respectivement égaux à 14,3%, 17,9% et 18,4%.*

Alors que le second tour de l'élection présidentielle se tiendra dimanche 28 octobre, les derniers sondages suggèrent systématiquement une victoire de Jair Bolsonaro (PSL), avec une avance de près de 20 points sur Fernando Haddad (PT). Les marchés se sont réjouis (hâtivement) avant de s'assagir, en réalisant que les défis (et encore, il ne s'agit ici que des défis « immédiatement financiers ») étaient nombreux et leur résolution complexe. À titre d'illustration, la réforme du système de retraite (qui constituera un authentique test de volonté et de gouvernabilité) nécessite une modification de la Constitution qui, elle-même, requiert l'approbation des trois cinquièmes du Congrès.

*Mais au-delà de cette réforme urgente et emblématique, les pistes destinées à doper la productivité et la croissance ne pourront rester longtemps inexplorées. À cet égard, le FMI vient de publier une étude intéressante[1]. Celle-ci procède en deux temps : estimation de l'impact de différentes réformes sur la productivité, puis appréciation du soutien qu'elles recueillent de la part de la population. Les réformes envisagées sont au nombre de cinq : secteur bancaire, marché du travail, marché des biens, système juridique, ouverture commerciale. La réforme du secteur bancaire est jugée susceptible d'offrir le gain le plus élevé en termes de croissance avec le coût politique le plus faible. La distribution de crédits souffre (volume, coût)[2] notamment de l'omniprésence de l'État. Près de la moitié du crédit total aux ménages et aux entreprises non financières est effectivement fournie par les banques publiques[3] par le biais de programmes réservés (*earmarked credits*) souvent à des taux subventionnés. Le coût budgétaire des prêts bonifiés est en outre estimé à 2,1% du PIB.*

[1] IMF *Working Paper*, « *Structural Reform Priorities for Brazil* », N. Biljanovka, D. Sandri, octobre 2018.

[2] Les crédits aux ménages progressent encore faiblement (6,8% sur un an en août), alors que ceux consentis aux entreprise se contractent (-0,4%). Le taux de bancarisation (46,5%) se replie depuis un point haut (53,7%) atteint en décembre 2015 et le coût moyen du crédit (38% hors crédits bonifiés) reste punitif.

[3] Les parts de marché des banques publiques et privées s'établissent en effet, respectivement, à 52,9% et 47,1%.

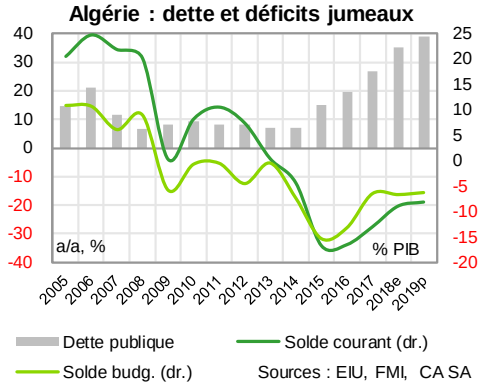
Afrique du Nord, Moyen-Orient

☞ Algérie : comment évolue l'économie depuis la remontée du prix du pétrole ?

L'économie algérienne est une économie de rente assise presque exclusivement sur la production et l'exportation d'hydrocarbures. De ce fait, elle a beaucoup souffert de la chute des prix de 2014 à 2017. Durant cette période, les déficits jumeaux (budgétaire et courant) ont été parmi les plus élevés de la région Moyen-Orient – Afrique du Nord, dépassés seulement par ceux d'Oman et du Liban. Depuis la remontée du prix du pétrole, ces déficits s'atténuent significativement puisqu'ils ne devraient s'établir qu'à respectivement 6,6% et 8,9% du PIB en 2018. Toutefois, avec un seuil d'équilibre encore aux alentours de 100 dollars le baril, le prix du pétrole à 80 USD est encore trop faible pour espérer rapidement un retour aux excédents à horizon de trois ans. Néanmoins, la chute des réserves en devises est beaucoup moins rapide qu'au cours des trois années passées, en partie grâce à la mise en œuvre d'une politique de création monétaire vigoureuse (11% du PIB cette année). À 86 Mds USD à fin septembre, elles représentent encore la moitié du PIB et ne baissent plus que d'un milliard par mois. À ce rythme, le seuil d'alerte minimum de six mois d'importation ne serait atteint que dans environ quatre années, ce qui laisse une marge de manœuvre appréciable pour ce pays à la dette externe presque nulle (5% du PIB).

La croissance du PIB, prévue à 2,6% cette année, reste tirée par le secteur pétrolier et gazier (notamment les investissements de Sonatach pour favoriser les exportations) et par la relance de certains projets de construction. Le secteur non pétrolier est à la traîne, notamment les industries du textile, du cuir et du bois en récession en début d'année. Le niveau du chômage reste donc assez élevé à 11,1% (soit 1,4 million de personnes). L'Office des statistiques estime qu'un nombre équivalent de personnes sans emploi ne sont plus comptabilisées dans la catégorie des chômeurs, car elles ont renoncé à chercher du travail.

Algérie : dette et déficits jumeaux



Sources : EIU, FMI, CA SA

☑ **Notre opinion –** *L'évolution de l'endettement public est un autre sujet de préoccupation. Malgré une amélioration depuis 2015, le déficit budgétaire reste trop élevé à presque 9% du PIB et entraîne une dérive rapide de la dette publique qui pourrait atteindre 40% du PIB en 2019. Le projet de loi de finances 2019 prévoit une modeste réduction des dépenses de 1,5% et un délai dans la réduction des subventions.*

☞ Arabie saoudite : l'affaire Khashoggi met une forte pression sur le prince héritier MBS

Le meurtre du journaliste saoudien Jamal Khashoggi, au départ non avoué, opéré par des membres des services secrets saoudiens en territoire turc met le prince héritier Mohamed Ben Salman (MBS), fils du roi Salman et dirigeant de fait du pays, dans une position très difficile. Une exécution extra-judiciaire à motivation politique est un acte grave en Arabie, car elle positionne le commanditaire au-dessus de la charia, loi islamique qui s'applique à tous, y compris aux Al-Saoud qui par ailleurs, demandent son respect aux tribus qu'ils fédèrent. Cet événement met donc en cause la légitimité morale et politique de la famille régnante. Selon des observateurs internes, la population saoudienne se sentirait trahie par ses dirigeants, car elle ne pense pas que l'assassinat du journaliste Khashoggi, dans un pays aussi centralisé et contrôlé que l'Arabie ait pu se faire, de plus dans un consulat et dans un pays étranger, sans l'assentiment des plus hautes instances du royaume. Par ailleurs, MBS s'est fait de nombreux ennemis internes à la fois par la façon dont il a écarté les autres prétendants au poste de prince héritier et par sa politique de réformes brutales qui heurte les milieux d'affaires et les autorités religieuses. L'Arabie saoudite est le pays du Moyen-Orient qui a le plus mauvais classement sur la liberté de la presse avec une position mondiale de 169e sur 180 pays (classement Reporters sans frontières).

☑ **Notre opinion –** *Les tensions géopolitiques sont intenses, car la Turquie, soutien du Qatar et de l'islam politique, ne souhaite pas que MBS devienne le successeur du roi Salman et fait tout pour cette affaire lui porte préjudice. De son côté, l'administration Trump qui avait initié un renforcement sans nuance de son alliance avec l'Arabie, renforcement qui a culminé par la dénonciation de l'accord sur le nucléaire iranien, est confrontée en interne à une opinion publique hostile et à celle des deux chambres très défavorables à Riyad, car en opposition frontale avec les valeurs des États-Unis. Cette affaire s'inscrit dans une longue liste de dérives autocratiques de la part des dirigeants saoudiens (malgré des formes de libéralisation réelles en interne) et s'il est encore prématuré d'en évaluer les conséquences en termes de relations commerciales avec l'Occident, elle devrait laisser des traces à long terme.*

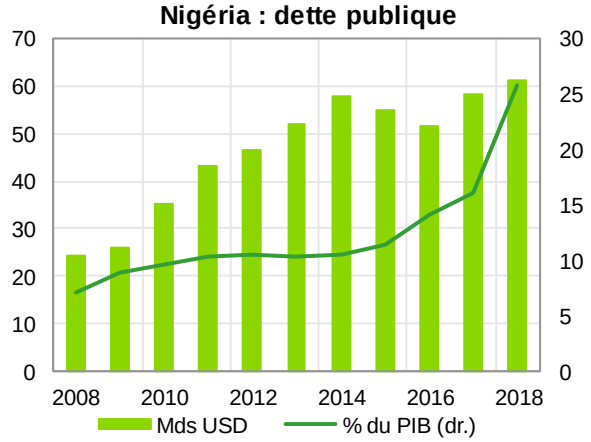
Afrique sub-saharienne

☞ Nigéria : le Sénat donne son accord pour une nouvelle émission de 2,8 Mds USD d'obligations souveraines

Cette annonce fait suite à la lettre adressée par le président Muhammadu Buhari aux députés nigérians le 9 octobre dernier, demandant leur approbation pour un eurobond qui devrait financer plusieurs projets d'infrastructures, dans une optique de diversification des sources de revenus de l'État nigérian.

Cette émission est la deuxième réalisée cette année après celle effectuée en février, qui avait permis une levée de 2,5 Mds USD. D'après les déclarations de la ministre des Finances, Zainab Ahmed, le gouvernement prévoit d'utiliser les recettes pour aider à financer le déficit du budget 2018 et à financer des projets d'infrastructures. Les réactions ont été nombreuses pour mettre en garde le gouvernement face à la hausse rapide de l'endettement public. Évaluée à 16% du PIB en 2015, la dette publique atteindrait 24,8% du PIB d'ici la fin de l'année, d'après les dernières estimations du FMI. Le Sénat a signalé que le gouvernement doit maintenant rééquilibrer ses comptes, en limitant les emprunts extérieurs et en améliorant les finances publiques

Nigéria : dette publique



Sources : EIU, Crédit Agricole S.A.

☑ **Notre opinion –** *Le gouvernement nigérian mène une politique budgétaire expansionniste avec comme objectif de restaurer la croissance et d'améliorer la compétitivité. Le gouvernement a ainsi lancé l'*Economic Recovery and Growth Plan (*ERGP) qui s'étale sur la période 2017-2020. Ce plan entraîne des investissements importants, notamment dans les infrastructures, qui contribuent à creuser le déficit budgétaire, à 5,1% du PIB en 2017. Les revenus de l'État représentent aujourd'hui moins de 3% du PIB et reposent essentiellement sur les hydrocarbures. Il s'agit d'une forte baisse par rapport à 2014, où ils représentaient 11,4% du PIB et cela est majoritairement dû à la chute des revenus pétroliers. Cette situation est actuellement insoutenable et, face à un déficit budgétaire croissant et à l'approche des élections, l'émission projetée de 2,8 Mds USD semble entraîner une nette augmentation de la dette.*

☞ Afrique du Sud : la difficile tâche du nouveau ministre des Finances, Tito Mboweni

Suite à la démission du ministre des Finances, Nhlanhla Nene, visé par une enquête de corruption, le président Cyril Ramaphosa a nommé comme successeur l'ancien gouverneur de la Banque centrale (1999-2009) Tito Mboweni. Il est considéré comme un facteur de stabilité dans un poste qui connaît un taux de rotation élevé (il est le cinquième ministre des Finances en trois ans).

Il tentera lors de sa première sortie officielle, à l'occasion de la présentation du budget de mi-mandat, de dévoiler les grandes lignes de sa stratégie pour redynamiser l'économie. Il se focalisera sur certains secteurs capables de tirer la croissance économique, en particulier l'agriculture et les infrastructures qui ont un grand potentiel en matière de création d'emplois.

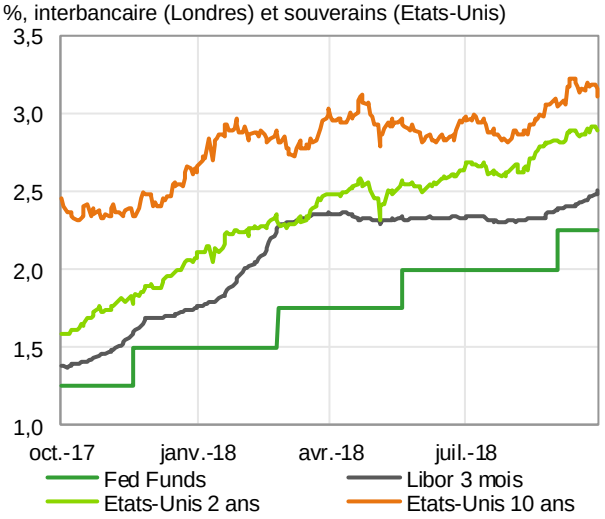
Finalement il devrait annoncer des mesures concrètes au sujet du redressement de la situation des grandes entreprises publiques, dont la compagnie nationale d'électricité (ESKOM) et le transporteur aérien national, *South African Airways*. Ces deux compagnies sont confrontées à une profonde crise de liquidité, résultat d'une mauvaise gouvernance.

☑ **Notre opinion –** *Tito Mboweni hérite d'une situation compliquée, marquée par une dette publique en hausse à 51,9% du PIB en 2017, un taux de chômage élevé qui atteint aujourd'hui 27%, un épuisement des réserves de l'État et à des sociétés d'État en difficulté, tout cela ponctué par une récession dans laquelle l'économie s'est retrouvée au terme du deuxième trimestre de l'année 2018. Il aura la difficile tâche d'insuffler une nouvelle dynamique au pays. Les agences de notation vont suivre de près les prévisions sur les déficits budgétaires (4,4% du PIB en 2017) et la croissance, ainsi que le plan de stabilisation de la dette. En effet l'Afrique du Sud se doit d'éviter de nouvelles dégradations de* rating, *le pays est actuellement classé dans la catégorie « spéculative » par S&P et Fitch. Moody's est la seule des agences à attribuer au pays une note d'investissement.*

Tendances à suivre

Taux d'intérêt en dollar américain

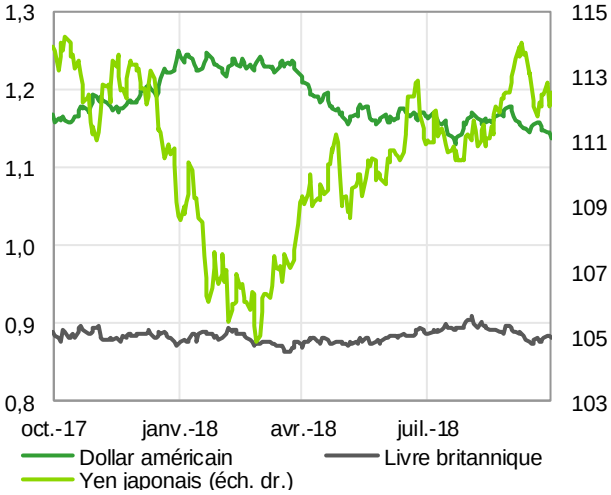
%, interbancaire (Londres) et souverains (Etats-Unis)



Source : Thomson Reuters

Taux de change des principales devises

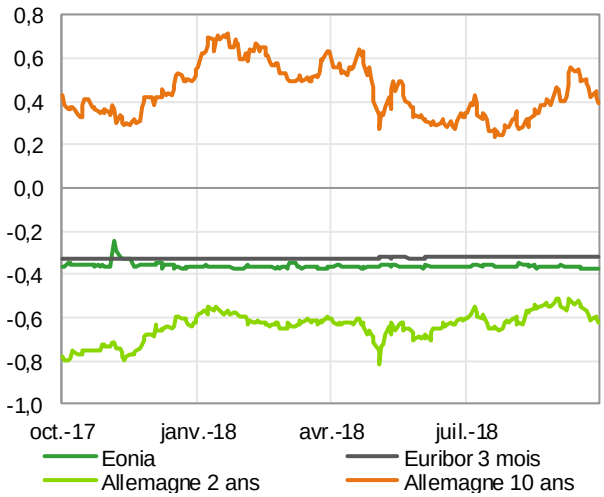
EUR/USD, EUR/GBP et USD/JPY



Source : Thomson Reuters

Taux d'intérêt en euro

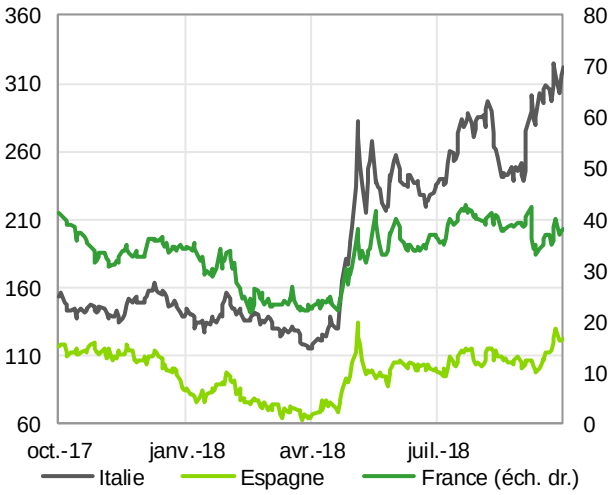
%, interbancaires (Londres) et souverains (Allemagne)



Source : Thomson Reuters

Spreads souverains européens avec le Bund

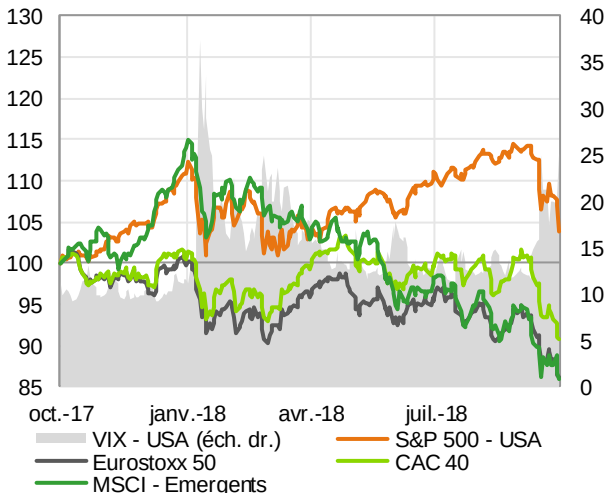
Pdb, dette en EUR à dix ans



Source : Thomson Reuters

Marché actions

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



Source : Thomson Reuters

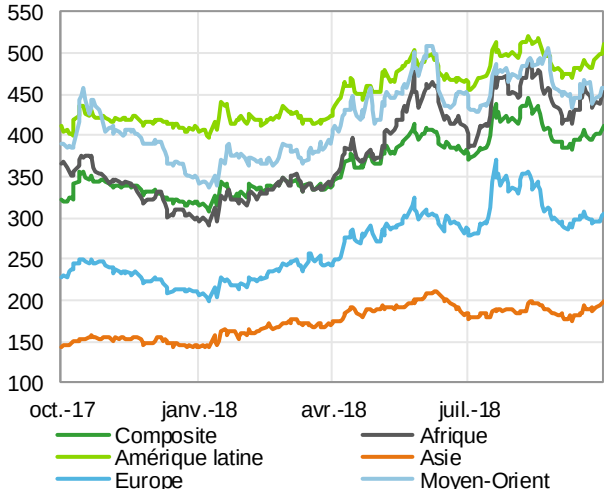
Cours de l'once d'or

USD/Once troy (Londres)

Source : Thomson Reuters

Spreads souverains émergents avec le T-Bond

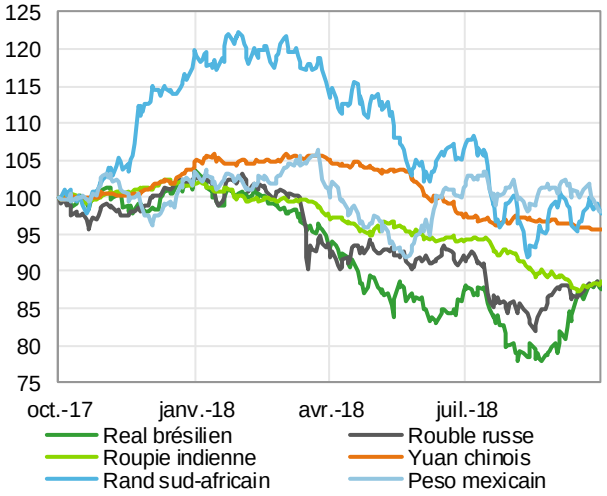
Indices EMBI+ (pdb, dette en USD de plus d'un an)



Source : JP Morgan

Devises émergentes

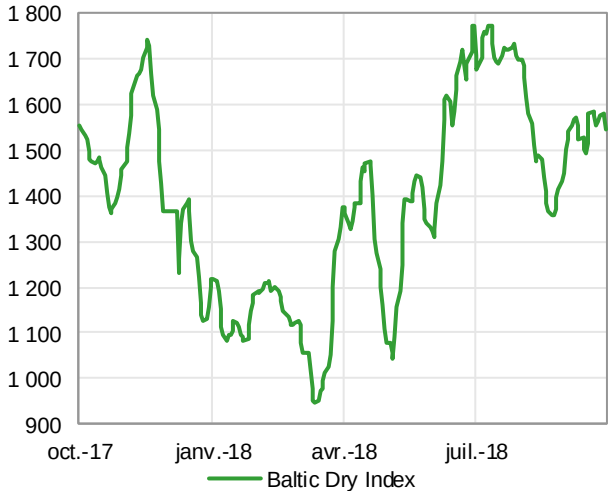
/USD (indice 100 = début de période)



Source : Thomson Reuters

Coût du transport maritime de vrac sec

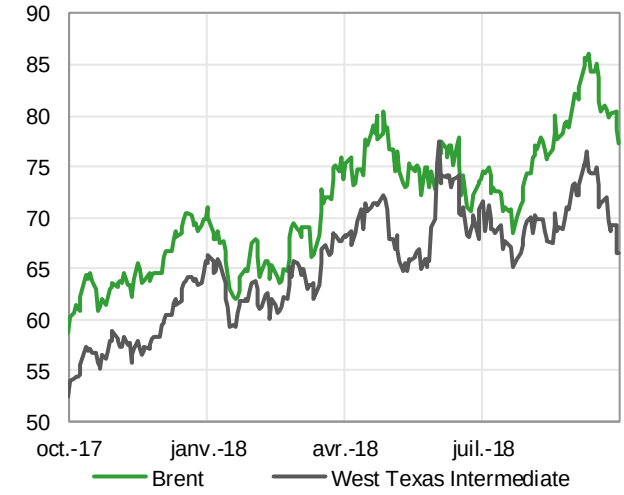
Baltic Dry Index (USD/point)



Source : Baltic Exchange

Cours du baril de pétrole brut en USD

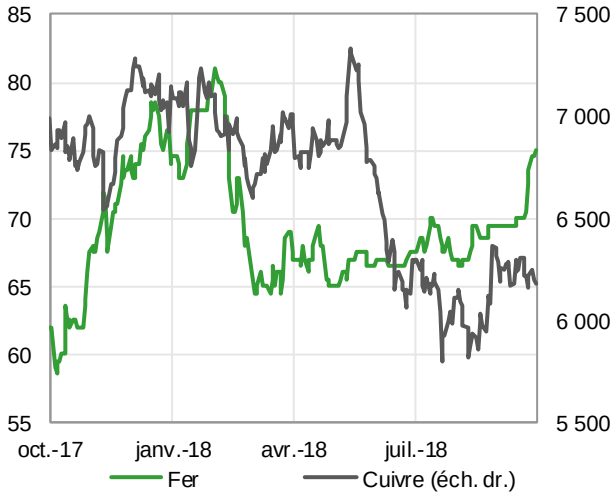
Brent (mer du Nord) et WTI (golfe du Mexique)



Source : Thomson Reuters

Cours des métaux

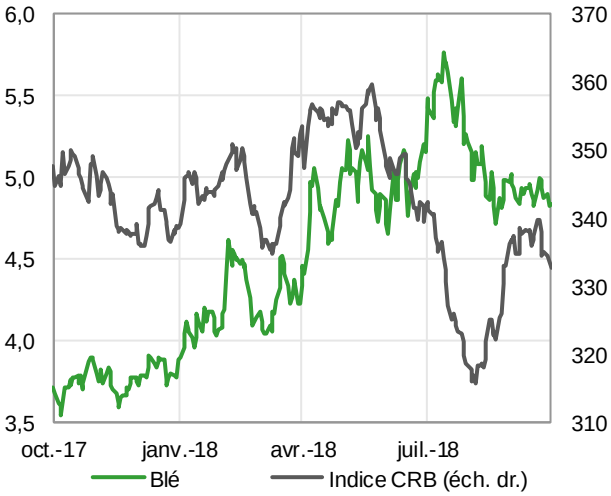
USD/tonne métrique



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	**2,2**	**2,8**	**2,5**	**2,1**	**2,5**	**2,6**	**-2,3**	**-2,5**	**-2,8**
Japon	**1,7**	**1,0**	**1,1**	**0,5**	**0,9**	**1,2**	**4,0**	**3,6**	**3,3**
Zone euro	**2,5**	**2,1**	**1,8**	**1,5**	**1,8**	**1,7**	**4,0**	**3,4**	**3,3**
Allemagne	2,5	1,9	1,9	1,7	1,8	1,9	8,0	7,6	7,0
France	2,3	1,6	1,6	1,2	2,2	1,9	-0,6	-1,3	-1,0
Italie	1,6	1,2	1,0	1,3	1,3	1,2	2,8	1,6	1,8
Espagne	3,1	2,7	2,3	2,0	1,8	1,6	1,9	1,8	1,8
Pays-Bas	3,0	2,8	2,3	1,3	1,8	1,8	10,2	9,9	9,9
Belgique	1,7	1,6	1,6	2,2	2,3	2,3	-0,2	-3,5	-0,3
Autres pays développés									
Royaume-Uni	1,7	1,2	1,4	2,7	2,5	2,4	-4,2	-3,6	-3,5
Canada	3,0	2,1	2,1	1,6	2,5	2,2	-2,9	-2,8	-2,5
Australie	2,2	3,0	2,7	1,9	2,0	2,2	-2,5	-2,3	-2,6
Suisse	1,1	2,1	1,7	0,6	0,8	0,8	9,8	10,0	9,8
Suède	2,4	2,6	2,0	1,8	2,1	2,0	3,3	3,1	3,0
Norvège	2,4	2,5	2,5	1,9	2,7	2,2	5,6	5,8	5,5
Asie	**6,2**	**5,9**	**5,9**	**2,4**	**2,5**	**3,0**	**1,9**	**0,6**	**0,0**
Chine	6,8	6,6	6,4	1,6	2,2	2,5	1,3	-0,3	-0,9
Inde	7,1	6,7	7,4	4,5	3,6	5,1	-0,6	-1,9	-3,1
Corée du Sud	3,1	2,9	2,8	1,9	1,6	2,0	5,5	5,5	5,5
Indonésie	5,1	5,1	5,1	3,8	3,4	3,5	-1,5	-2,4	-2,1
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	1,3	1,9	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	3,1	2,5	1,5	2,1	2,3	4,3	3,0	3,0
Philippines	6,6	6,3	6,1	2,9	5,2	4,5	-0,8	-1,5	-2,5
Vietnam	6,5	6,4	6,2	3,6	3,8	3,8	0,5	0,5	0,5
Amérique latine	**1,6**	**1,2**	**1,9**	**6,3**	**9,6**	**7,1**	**-1,6**	**-1,6**	**-1,6**
Brésil	1,0	1,2	1,8	2,9	4,1	4,0	-0,5	-1,1	-1,4
Mexique	2,0	2,1	2,1	5,7	4,2	3,5	-1,6	-1,2	-1,4
Argentine	2,9	-2,4	0,2	23,0	48,0	30,0	-4,3	-3,2	-1,9
Colombie	1,6	2,7	3,3	3,3	3,3	3,0	-3,7	-3,1	-2,9
Europe émergente	**3,6**	**2,8**	**1,4**	**5,7**	**5,8**	**7,1**	**-0,4**	**0,7**	**0,8**
Russie	1,5	1,8	1,4	4,4	2,8	5,0	2,1	5,0	4,5
Turquie	7,4	3,2	-1,9	11,1	16,2	19,0	-5,6	-7,2	-4,9
Pologne	4,6	4,8	3,5	2,0	1,6	1,5	0,2	-0,7	-0,7
Rép. Tchèque	4,6	3,3	3,1	2,5	2,2	1,9	1,1	0,5	0,5
Roumanie	6,9	4,0	3,5	1,3	4,6	3,0	-3,4	-3,6	-3,9
Hongrie	4,0	3,5	3,0	2,3	2,8	2,6	2,9	2,7	2,5
Ukraine	2,5	3,1	3,1	14,4	11,2	8,4	-3,4	-3,8	-3,7
Afrique, Moyen-Orient	**1,6**	**2,3**	**1,7**	**7,6**	**6,8**	**7,2**	**-0,3**	**2,1**	**1,9**
Arabie Saoudite	-0,9	1,5	2,0	-0,8	3,0	2,0	2,2	7,0	7,0
Emirats Arabes Unis	0,8	2,6	3,1	2,0	3,7	3,0	6,9	9,0	8,0
Afrique du Sud	1,3	1,2	2,2	5,3	4,8	5,3	-2,5	-3,1	-3,0
Egypte	4,2	5,0	5,2	29,5	13,2	12,0	-6,0	-3,3	-2,7
Algérie	1,6	2,5	2,5	6,0	5,0	5,8	-13,0	-8,0	-7,3
Qatar	1,6	2,0	2,2	0,4	0,9	1,8	3,8	8,0	7,0
Koweit	-2,9	3,0	3,0	1,5	0,9	1,5	6,0	10,0	10,0
Maroc	4,2	3,5	3,3	0,8	2,3	2,0	-3,6	-3,8	-3,5
Tunisie	1,9	2,5	2,0	5,3	7,2	5,0	-10,8	-9,8	-10,8
Total	**3,6**	**3,5**	**3,3**	**3,0**	**3,4**	**3,6**			
Pays industrialisés	**2,2**	**2,2**	**2,0**	**1,7**	**2,1**	**2,1**			
Pays émergents	**4,6**	**4,4**	**4,2**	**4,0**	**4,5**	**4,7**			

MAJ le 24/10/2018

Vous pouvez consulter nos prévisions économiques et financières sur notre site Internet.

Consultez nos dernières parutions en accès libre sur Internet :

Date	Titre	Thème
23/10/2018	Italie – Conjoncture : la pression monte	Italie, Macro, Banques
22/10/2018	Allemagne – Scénario 2018-2019 : vers un ralentissement de la croissance	Allemagne
19/10/2018	Italie – Finances publiques : loi de finances 2019, un défi européen	Italie
16/10/2018	Allemagne - La débâcle en Bavière affaiblit encore un peu plus la grande coalition	Allemagne
15/10/2018	Le Baromètre e-Commerce en France et son infographie	France, Sectoriel
15/10/2018	France : Scénario 2018-2019	France
12/10/2018	Monde - L'actualité de la semaine	Monde
09/10/2018	Le baromètre des Médias en France - Infographie	France, Sectoriel
09/10/2018	Infographie - Transport aérien mondial	Monde, Sectoriel
08/10/2018	France – Établissements de santé : tendances à mi-octobre 2018	France, Sectoriel
02/10/2018	France – Travail temporaire : Tendances de début octobre	France, sectoriel
03/10/2018	Monde – Scénario macro-économique 2018-2019 : "Et pourtant elle tourne"	Monde
03/10/2018	PRISME – L'analyse de la conjoncture et de l'actualité agricole et agroalimentaire du Crédit Agricole	France, Agri-Agro
26/09/2018	France – Projet de loi de finances pour 2019	France
29/08/2018	Royaume-Uni – Brexit : les négociations entrent dans la phase critique	Royaume-Uni, Brexit
09/08/2018	Royaume-Uni – BoE : en route vers un resserrement lent malgré les incertitudes du Brexit	Royaume-Uni, BoE
01/08/2018	Italie - Scénario 2018-2019 : une croissance stabilisée	Italie

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, 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

Afrique du Nord, Moyen-Orient : Olivier LE CABELLEC

Afrique sub-saharienne : Anne-Lise AURICHE

Pétrole : Stéphane FERDRIN

Documentation : Dominique PETIT, Elisabeth SERREAU

Statistiques : Robin MOURIER

Réalisation et Secrétariat de rédaction : Véronique CHAMPION – Fabienne PESTY

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 Etudes ECO disponible sur App store

Android : application Etudes 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.