

Perspectives

Hebdomadaire – N°19/203 – 22 novembre 2019

MONDE – L'actualité de la semaine

👉 Négociations sino-américaines : *bis repetita* ?

Les (interminables) négociations sur la première phase d'un (possible) accord sino-américain continuent de guider l'humeur des marchés qui se laissent bercer par les rumeurs et déclarations diverses. Le président Xi a déclaré ne pas souhaiter de guerre commerciale, travailler à y mettre un terme, tout en précisant qu'il ne la redoutait pas. Les États-Unis envisageraient quant à eux de différer l'imposition de nouveaux tarifs douaniers prévue pour le 15 décembre, même en l'absence d'accord commercial d'ici là. Quelques minces signaux encourageants se sont vus contrarier par d'autres informations moins réjouissantes, dont celles de négociations achoppant sur un désaccord quant à l'ampleur des réductions tarifaires, désaccord similaire à celui du mois de mai. La Chine souhaitait alors la suppression de tous les droits de douane, mais les États-Unis n'envisageaient pas de les réduire tant que la Chine ne respecterait pas les engagements pris dans le cadre de l'accord. Les négociations seraient donc dans une impasse semblable à celle du printemps, alors même qu'elles risquent de percuter un obstacle supplémentaire : la situation à Hong-Kong. Le Sénat américain a, en effet, adopté à l'unanimité un projet de loi soutenant les manifestants à Hong Kong, accord à la suite duquel la Chine a menacé de représailles.

Dans un autre registre, les minutes du FOMC de la Fed indiquent qu'après la dernière baisse (25 pb en octobre portant le taux des Fed Funds à 1,75%), le niveau des taux est jugé approprié. Les risques entourant l'activité restent baissiers et une amélioration ne conduirait pas à un resserrement rapide de la politique monétaire qui restera accommodante. La Banque centrale continue en outre la revue des outils susceptibles d'être utilisés en cas de retournement économique. De nombreux membres du FOMC sont ouverts à l'idée d'utiliser les achats d'actifs (*Quantitative Easing*) ainsi que la *Forward Guidance*, deux outils-clés mobilisés lors de la crise de 2008. Compte tenu du niveau déjà très bas des taux d'intérêt à long terme (i.e. bien inférieur à celui qui prévalait avant la crise financière mondiale), tout programme d'assouplissement quantitatif futur n'offrirait cependant qu'une marge de manœuvre monétaire limitée. Le recours à des taux d'intérêt négatifs est exclu en cas de récession : cette option offre peu de marge de manœuvre supplémentaire et s'accompagne de dommages collatéraux sur le système financier trop importants. Et, pour faire court, l'efficacité de son utilisation en Europe n'est pas probante. Par ailleurs, la Fed a publié son rapport sur la stabilité financière aux États-Unis. Il est globalement rassurant : aversion au risque de la part des investisseurs de retour vers son niveau historique, malgré la valorisation élevée de plusieurs marchés ; dette des entreprises et des ménages importante

(en % du PIB), mais encore modeste au regard de leurs revenus ; banques américaines bien capitalisées.

In fine, c'est la seule atmosphère d'incertitude générée par l'inconnue commerciale sino-américaine (un accord ? quel accord ? quel calendrier ?) qui a guidé les marchés les conduisant à réduire leurs expositions au risque. Dans le sillage des mouvements déjà peu enthousiastes observés la semaine passée, la morosité (et non l'anxiété) a continué de prévaloir. Les taux sans risque « *super core* » baissent très doucement (taux souverains américains et allemands à dix ans en baisse de, respectivement, 2 et 8 pb à -0,36% et 1,75%). Les marchés actions, crédit et émergents (dette et actions) se replient et les primes de risque des souverains moins *core* se tendent très légèrement. Seul le *spread* italien se resserre (mais de seulement 3 pb à 154 pb au-dessus du Bund), à la suite de la bénédiction de la Commission européenne accordée aux budgets des membres de la zone euro. Le faible mouvement de baisse du *spread* semble nous indiquer que cette issue favorable était largement anticipée et qu'un excès de rendement proche de 150 pb par rapport au Bund est correct : une sorte de « prime d'équilibre » dans un contexte actuellement peu propice à la prise de risque ?

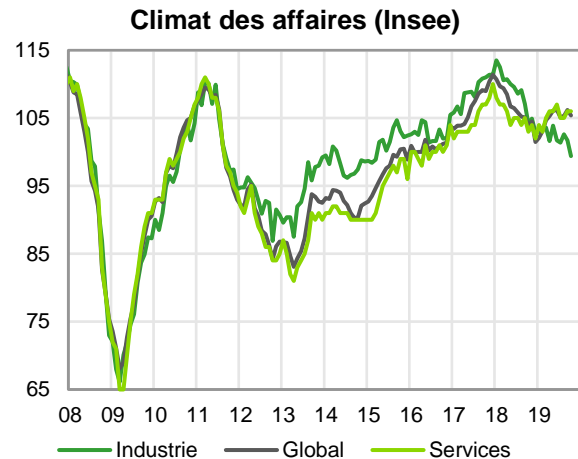
- ☞ France : un climat des affaires stable confirme la robustesse de l'économie 2
- ☞ Zone euro : les enquêtes d'activité signalent une nouvelle dégradation de la croissance au T4..... 3
- ☞ Zone euro : une hausse des nouvelles immatriculations, en dépit d'une production automobile en baisse 3
- ☞ Allemagne : une croissance résiliente au T3, mais toujours soumise à risques..... 4
- ☞ La Grèce est-elle tirée d'affaire ? 4
- ☞ Espagne : au tour du PSOE !..... 6
- ☞ Italie : redressement des commandes à l'industrie..... 6
- ☞ Europe centrale et orientale : comment composer avec l'âge ? 7
- ☞ Guerre commerciale : quelle méthode d'analyse utiliser pour ne pas avoir le tournis ? 8
- ☞ Chili : du ticket de métro à l'élaboration d'une nouvelle Constitution 10
- ☞ Koweït : croissance du PIB médiocre au 2^e trimestre et démission du gouvernement..... 11
- ☞ Arabie saoudite : Aramco n'est pas la Française des jeux 11
- ☞ Liban : plan FMI et restructuration de dette de plus en plus probables 11
- ☞ Kenya : vers une succession de réformes 12

Zone euro

France : un climat des affaires stable confirme la robustesse de l'économie

Selon l'enquête mensuelle de l'Insee, le climat des affaires se maintient à 105 en novembre, au-dessus de sa moyenne historique. En particulier, l'indice est en légère amélioration dans l'industrie manufacturière : il gagne un point après en avoir perdu 3 en octobre et retrouve le niveau de sa moyenne de long terme (100). Le solde d'opinions portant sur les commandes à l'export repart nettement à la hausse dans l'industrie et les composantes d'emploi restent quasi stables en novembre à des niveaux supérieurs à leurs moyennes de long terme. Ces éléments sont des signaux positifs pour l'activité dans les prochains mois. Dans les autres secteurs, le climat des affaires est relativement stable. Nous noterons toutefois une hausse de deux points dans le commerce de détail, pouvant indiquer une accélération de la consommation au mois de novembre. L'enquête auprès des directeurs d'achat d'IHS Markit transmet des signaux assez similaires à celle de l'Insee au mois de novembre. Dans l'industrie manufacturière, l'indice PMI surprend positivement à 51,6, après 50,7 en octobre. Comme pour l'indicateur de l'Insee, l'indice des commandes à l'export est le moteur principal de cette amélioration, tandis que la

composante emploi reste assez stable en territoire favorable. La solide dynamique des créations d'emploi pourrait donc se prolonger dans les mois à venir. L'indice PMI des services reste quant à lui inchangé à 52,9.



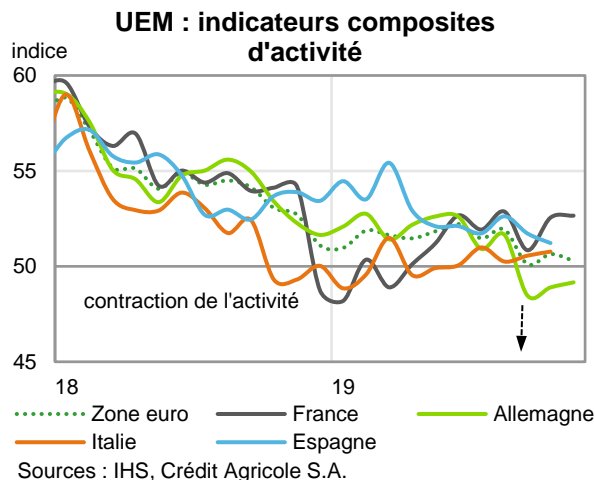
Source : Insee, Crédit Agricole S.A.

☑ Notre opinion – Les indicateurs du climat des affaires sont stables en novembre et continuent d'indiquer une expansion économique solide en France. À 105, l'indicateur du climat des affaires de l'Insee est même particulièrement optimiste et en ligne avec une croissance du PIB de 0,5% au T4. Nous restons plus mesurés et envisageons une croissance de 0,3% au quatrième trimestre, un chiffre en accord avec le niveau actuel des enquêtes PMI et de la Banque de France. En détail, le climat des affaires dans les services suggère une croissance du PIB toujours soutenue par une demande intérieure dynamique. Dans l'industrie manufacturière, après deux trimestres de contraction de l'activité, des signes de stabilisation sont observables. Les enquêtes du climat des affaires ne déclinent pas et les soldes d'opinions sur les carnets de commandes (en particulier à l'exportation) se redressent à des niveaux autour de leurs moyennes historiques.

Zone euro : les enquêtes d'activité signalent une nouvelle dégradation de la croissance au T4

L'indice PMI composite en zone euro indique une activité en ralentissement au mois de novembre (indice à 50,3 points, contre 50,6 points en octobre). L'activité industrielle s'est certes moins dégradée que le mois précédent (indice manufacturier à 46,6 points, contre 45,9 points en octobre), mais les activités de services se sont avérées moins performantes avec un indice en baisse à 51,5 points, contre 52,2 points le mois précédent. Au global, l'indice composite se rapproche dangereusement du seuil des 50 points signalant une croissance à l'arrêt. L'indice des nouvelles affaires demeure en contraction pour le troisième mois consécutif et l'emploi ralentit davantage (au plus bas depuis janvier 2015). La croissance des prix payés ralentit et celle des produits facturés freine également, limitant ainsi les pressions inflationnistes. Parmi les grands pays de la zone euro, la France semble être dans une situation plus confortable que l'Allemagne. L'activité accélère légèrement en France, grâce à une accélération du secteur manufacturier au mois de novembre, tandis qu'en Allemagne le recul s'annonce moins prononcé que le mois dernier sans toutefois revenir en zone d'expansion. Dans ce

pays, le secteur industriel continue de peser sur la croissance du T4, en raison de commandes domestiques et à l'exportation toujours en repli. Les activités de services semblent également affectées par cette dégradation conjoncturelle, enregistrant elles aussi un ralentissement en novembre.

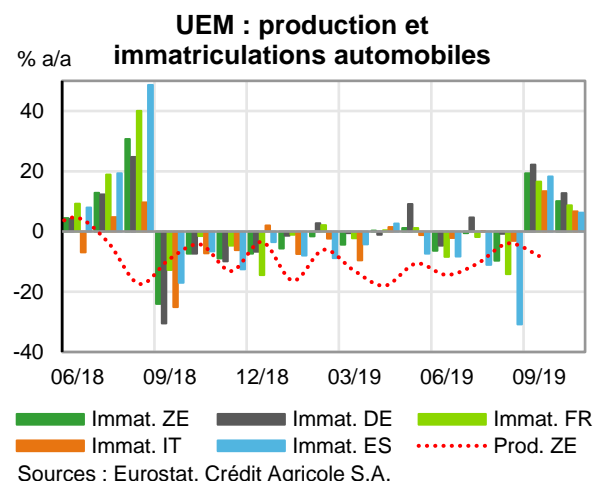


Notre opinion – Les enquêtes d'activité PMI demeurent décevantes au mois de novembre. Elles signalent une détérioration du rythme de croissance de la zone au T4 (0,1% en variation trimestrielle, contre 0,2% au trimestre précédent). Les activités de services s'essouffent et peinent à soutenir durablement la croissance. La récession du secteur industriel allemand s'éternise et se diffuse aux activités de services, pénalisant la croissance du pays et de la zone dans son ensemble.

Zone euro : une hausse des nouvelles immatriculations, en dépit d'une production automobile en baisse

Les immatriculations de véhicules neufs en zone euro ont augmenté de 10,1% en variation annuelle au mois d'octobre, après 19,3% en septembre. Elles ont progressé de 12,7% en Allemagne, de 8,7% en France et de 6% en Espagne et Italie. Dans ces quatre pays, elles sont en ralentissement comparativement au mois précédent, en raison de l'effet de base de l'année 2018 où le changement de normes d'émission est venu lourdement impacter le mois de septembre. Toutefois, ce rebond des immatriculations automobiles dans la zone euro ne s'accompagne pour l'instant pas d'un redémarrage de la production automobile, qui demeure en baisse en variation annuelle dans ces pays à l'exception de l'Espagne. Le secteur automobile continue de pâtir des nouvelles exigences environnementales européennes qui imposeront dès janvier prochain un malus écologique aux constructeurs européens produisant des véhicules émettant plus de 95 grammes de CO₂ par kilomètre. Les constructeurs européens seraient lourdement taxés en cas de non-

respect de cette réglementation, ce qui les pousse à limiter leur production dans un contexte de demande atone.

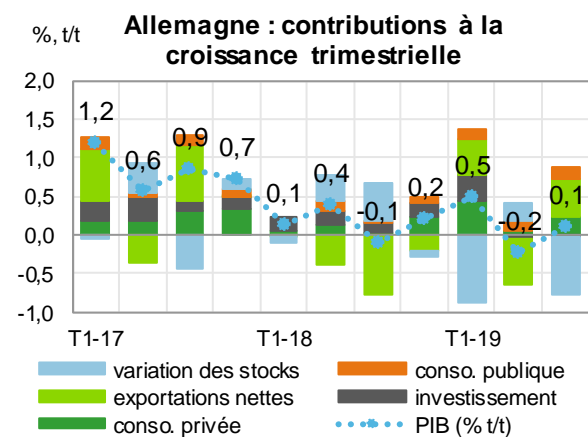


Notre opinion – Le rebond des immatriculations de véhicules en zone euro provient vraisemblablement d'un effet de déstockage des constructeurs européens et non d'une reprise soutenue de la demande automobile, même si les carnets de commandes s'améliorent depuis maintenant deux mois. La production automobile est, en effet, toujours en chute dans les trois grands pays européens (Allemagne, France, Italie). Les débouchés concernant une demande en véhicules électriques plus propres, mais aussi plus chers, demeurent encore trop incertains et le risque de pénalités financières imposées aux constructeurs est élevé. Même si les constructeurs tentent de récupérer leur retard en la matière, les consommateurs ne disposent pas, dans la grande majorité des cas, des conditions nécessaires pour franchir le passage vers la mobilité électrique. Le coût, l'autonomie des véhicules et l'accès au rechargement demeurent des freins majeurs à ce changement.

Allemagne : une croissance résiliente au T3, mais toujours soumise à risques...

L'institut des statistiques allemand a confirmé une croissance du PIB de 0,1% en variation trimestrielle au T3 2019, après un recul de 0,2% au T2 et une hausse de 0,5% au T1. L'activité allemande a été soutenue au T3 par la croissance de la demande intérieure, mais aussi extérieure. La consommation privée et les dépenses publiques ont apporté chacune une contribution positive de 0,2 point au PIB ce trimestre. L'investissement global a contribué de façon neutre à la croissance du trimestre, en raison du repli prononcé de l'investissement productif (-2,6% en variation trimestrielle) qui est venu gommer le rebond de l'investissement dans la construction (+1,2% en variation trimestrielle). Les exportations nettes ont, en revanche, soutenu la croissance à hauteur de 0,5 point de PIB, grâce à une reprise des exportations de 1% (après une chute de 1,3% au trimestre précédent) et des importations restées stables à 0,1%. Enfin, les variations de stocks ont retiré jusqu'à 0,8 point à la croissance du PIB au T3, vraisemblablement à cause d'un effet de

déstockage dans le secteur automobile comme le suggère la chute continue de la production du secteur, alors que les immatriculations de véhicules ont progressé dans le même temps.



Notre opinion – La relative résistance de la croissance du PIB allemand au T3 provient de multiples facteurs. La consommation des ménages a accéléré grâce à un niveau d'emploi élevé et des salaires en augmentation. Les dépenses publiques ont apporté une contribution significative à la croissance du PIB et l'investissement dans la construction s'est développé davantage. Enfin, les exportations à destination du Royaume-Uni se sont nettement redressées et celles à destinations des États-Unis ont profité de la forte dépréciation de l'euro face au dollar sur la période. Toutefois, la croissance allemande souffre d'une industrie automobile à l'arrêt et d'une demande extérieure sujette aux hausses tarifaires américaines et aux impacts d'un éventuel Brexit qui viendrait tenir un peu plus nos perspectives de croissance du pays.

La Grèce est-elle tirée d'affaire ?

Bien que cette question puisse paraître prématurée, avec des spreads grecs à dix ans qui tutoient ceux de l'Italie depuis début novembre, le marché semble la poser. La victoire du centre-droit mené par Kyriakos Mitsotakis lors des élections de juillet 2019 y est pour quelque chose. Disposant d'une majorité au sein de la Vouli, Nouvelle Démocratie qui affiche son positionnement *business friendly* et réaffirme sa volonté de se conformer aux objectifs fixés par le plan d'ajustement semble rassurer, à en oublier que la dette publique excède encore 170% du PIB.

La Grèce n'est certes pas sortie d'affaire mais les efforts accomplis par le pays quinze mois après la

fin du dernier plan de sauvetage sont encourageants. C'est en tout cas ce qu'a souligné le quatrième rapport de surveillance renforcée publié cette semaine par la Commission européenne. Le pays devrait finalement tenir ses objectifs en termes d'excédent primaire pour 2019. Pour rappel, la Grèce s'était engagée dans le cadre du plan de sauvetage à maintenir un excédent primaire de 3,5% jusqu'en 2022, en échange d'un possible allègement de la dette. Malgré ses réticences, le gouvernement Tsipras s'était conformé aux conditions fixées par les créanciers européens en 2018, mais les récentes mesures sociales entreprises par ce dernier, juste avant les élections de juillet, laissaient craindre une

déviations des finances publiques pour cette année. Leur coût était initialement estimé à 1,4% du PIB en juin 2019, mais des transferts de dettes moins importants des municipalités et de la sécurité sociale devrait le ramener à 0,7% point de PIB.

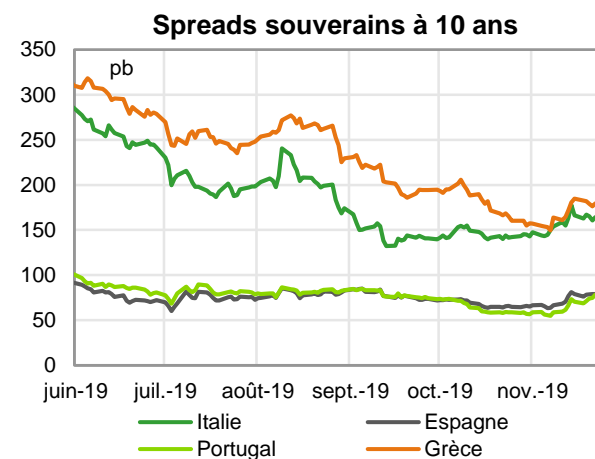
En outre, des revenus supérieurs à ceux initialement prévus devrait permettre de clore l'année 2019 avec un excédent du solde public de 1,8%. Le solde primaire devrait atteindre 3,8%. En plus des objectifs d'excédent primaire, les autorités s'étaient engagées sur différents chantiers de réformes concernant aussi bien la protection sociale que la stabilité financière, les marchés du travail et des produits, les privatisations et la modernisation de l'administration publique. En contrepartie, elles pourraient débloquer les revenus d'intérêt détenus par les Banques centrales sur les obligations du gouvernement grec et l'abandon de la marge d'intérêt majorée pour certains prêts accordés par le Fonds européen de stabilité financière.

Le rapport confirme que les autorités grecques ont respecté les quinze engagements spécifiques pour la mi-2019 et cela devrait permettre de débloquer 767 millions d'euros au profit de l'État grec lors du prochain Eurogroupe.

Parallèlement au semestre européen, il émet également un avis positif sur la loi de finance de 2020, qu'il juge conforme aux engagements. Le nouveau gouvernement s'est fixé un objectif de déficit public de 1% du PIB en 2020 lui permettant de maintenir un excédent primaire supérieur à 3,5%. Conformément aux promesses de campagne de Kyriakos Mitsotakis, le budget 2020 prend le contrepied des politiques menées précédemment par Syriza, en favorisant la baisse de la fiscalité et l'amélioration du climat des affaires. Estimées à 0,6% point de PIB, le package inscrit au budget comprend une réduction de quatre points de pourcentage de l'impôt sur les sociétés, une baisse du taux d'imposition pour les personnes physiques de 22% à 9% pour les revenus inférieurs ou égaux à 10 000 euros et relève le seuil de franchise pour les

contribuables avec enfants, une réduction des cotisations sociales d'un point pour les salariés à temps plein et une réduction de 10 à 5% pour les dividendes imposables. Les mesures du gouvernement en faveur de l'investissement devraient renforcer l'attractivité du pays et compenser le déficit d'investissement public contraint par l'ajustement budgétaire, mais le rattrapage en terme d'investissement devrait prendre du temps. Le taux d'investissement en Grèce n'excédait pas 7,7 point de PIB en 2018, contre 10% en moyenne pour la zone euro.

Le gouvernement estime la croissance de 2019 à 1,9% et ambitionne avec ces mesures d'atteindre une croissance de 2,8% en 2020, une prévision supérieure de 0,5% point de PIB à celle publiée par la Commission dans ses prévisions d'automne. Les chiffres de croissance du deuxième trimestre 2019 compensent certes le timide démarrage de l'activité, mais il est fort possible que la croissance n'atteigne pas 1,8% cette année, malgré un climat de confiance restaurée. En effet, cela implique de maintenir une croissance moyenne de 0,8% sur les deux derniers trimestres de l'année 2019 et de 0,6% par trimestre en 2020, dans un environnement européen et international encore marqué les incertitudes.



Notre opinion – *Malgré sa bonne volonté, tenir ses engagements jusqu'en 2022 devrait s'avérer difficile pour le nouveau gouvernement qui devra faire face à un contexte économique européen peu favorable. Mais au-delà des reversements compensatoires des surplus d'intérêt sur la dette grecque, ce que vise Kyriakos Mitsotakis est un allègement de la dette à l'issue de cet horizon. Pour convaincre les crédettes, il devra montrer patte blanche. Malgré les efforts fournis par les autorités, la baisse du ratio de dette publique reste faible. Les échéances couvertes par l'ESM courent jusqu'en 2060. Selon les estimations de la Commission qui restent optimiste comparée à celles du FMI, le ratio dette publique sur PIB devrait approcher 100% du PIB en 2048, si la condition d'un excédent primaire de 2 % sur la période est respectée. En attendant, le pays a renoué avec les marchés obligataires avec une première émission à dix ans en mars 2019, qui a été rouverte en octobre pour un montant total de 4 milliards d'euros.*

 **Espagne : au tour du PSOE !**

En plein débat sur la motion de censure contre Mariano Rajoy, le chef du Parti populaire s'est adressé au secrétaire du PSOE, José Luis Ábalos, en l'interrogeant : le PSOE fera-t-il une motion de censure quand la sentence (de l'ERE) sortira ?

Un an et demi plus tard, la question de Mariano Rajoy est devenue virale après que le tribunal de Séville a rendu son verdict dans le procès de la junte andalouse dans laquelle 19 membres du PSOE ont été condamnés à des peines allant de sept ans d'emprisonnement à neuf ans d'inéligibilité. Considérée comme la plus importante affaire de

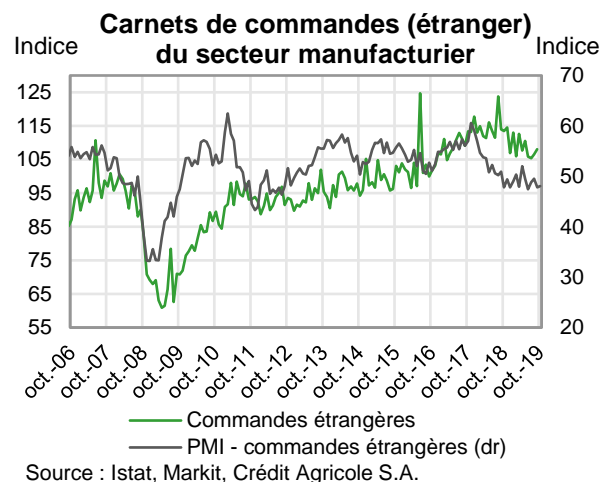
corruption d'Espagne, les officiels andalous, dont deux barons du PSOE Manuel Chaves et José Antonio Griñán, sont accusés d'avoir détourné près 700 millions d'euros des « ERE », en référence aux caisses de compensation pour l'emploi qui rassemble des fonds alloués par la région à la protection de l'emploi. Après le PP, c'est au tour du deuxième grand parti espagnol d'être éclaboussé par un scandale de grand ampleur dont l'issue aurait pu compromettre ses chances de remporter les élections, si la sentence avait été publiée le 10 novembre.

Notre opinion – Cette sentence devrait accélérer la scission entre l'ancien PSOE et le nouveau qui avait débuté après que Pedro Sanchez a pris les rênes du parti en 2014. Ferraz, le siège du PSOE a largement pris ces distances par rapport à cette condamnation, dont Susana Díaz la secrétaire générale du PSOE andalou et ancienne opposante à Pedro Sanchez devrait payer le prix. Bien que l'impact en terme d'image soit non négligeable, Pedro Sanchez qui n'a pas commenté le jugement, tente de reporter l'attention sur les négociations relatives à l'investiture. Après l'accord express signé avec Podemos la semaine dernière, les deux partis ont encore besoin de sécuriser l'appui d'autres partis pour assurer un vote de confiance devant les Cortes. Une investiture avant Noël semble compromise, notamment par l'ERC qui pour le moment affirme via son porte-parole qu'il ne soutiendra pas la coalition de gauche..

 **Italie : redressement des commandes à l'industrie**

La progression des commandes à l'industrie affiche désormais deux mois de progression. Après 0,8% en août, l'indice accélère à 1% en septembre sur un mois et cette redynamisation concerne autant les commandes domestiques (+0,7%) qu'étrangères (+1,5%).

En rythme annuel, les commandes ont progressé de 0,3%, avec des tendances opposées dans le marché local (+2,3%) et extérieur (-2,3%). La plus forte croissance a été enregistrée dans le secteur des équipements électriques et non électriques (+21,4%), suivi par les produits pharmaceutiques (+12,6) et les textiles (+6,9%). Le pire résultat a été enregistré dans l'industrie des moyens de transport (-20,0%).



Notre opinion – Le rebond des commandes est sans doute une bonne nouvelle pour l'industrie italienne. Pourtant, les difficultés sont loin d'être surmontées : la production industrielle a affiché un recul de 2,1% sur un an en septembre et la tendance des derniers points se situe toujours à la baisse, tirée fondamentalement par la baisse de la production des biens intermédiaires et, plus récemment, des biens de consommation durables. La production des biens de consommation non-durables et de biens d'équipement est en revanche en phase de reprise depuis juillet.

S'il est encore tôt pour prévoir une stabilisation du secteur industriel, le niveau des commandes (notamment celles provenant de l'étranger) et les estimations préliminaires des comptes nationaux, qui prévoient un léger rebond de la valeur ajoutée produite par l'industrie au T3, constituent des signes encourageants. Pourtant, les indicateurs avancés signalent des perspectives toujours opaques pour l'industrie : en octobre, la confiance des entreprises s'affiche à des niveaux très bas, mais les opinions sur les carnets de commandes domestiques et étrangères se sont améliorés légèrement. Les indicateurs PMI d'octobre suggèrent la même dynamique.

Europe centrale et orientale, Asie centrale

Europe centrale et orientale : comment composer avec l'âge ?

Les pays d'Europe centrale et orientale vont voir leur population diminuer à horizon 2050 et ce sans aucune exception. Tous pays confondus, la région perdra 11% de ses habitants. Et si le rythme se poursuit, l'horizon 2100 sera encore moins peuplé.

Selon les projections d'Eurostat et de l'OCDE, la Pologne devrait passer en dessous de 35 millions d'habitants en 2050 et autour de 24 millions d'ici 2100, soit une perte de plus du tiers de sa population.

Le même schéma se produira un peu partout, avec un fort taux de vieillissement, dans une zone qui de plus est touchée par l'émigration des jeunes générations. Les Balkans, par ailleurs, vont très probablement avoir la même évolution de vieillissement et de diminution de la population.

Mais comment penser le modèle économique de l'avenir quand la structure de la population devient presque insoutenable en termes d'intérêts à défendre au sein même des pays ?

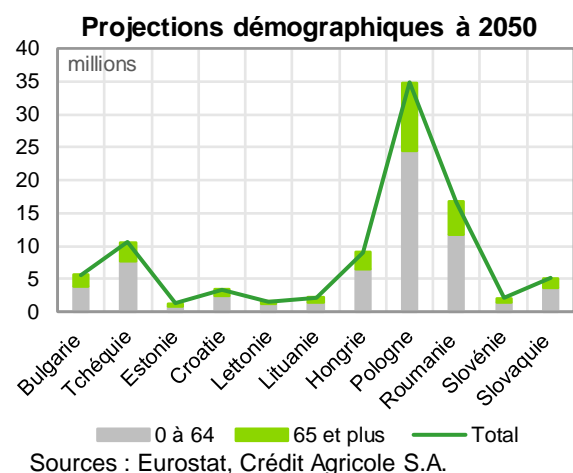
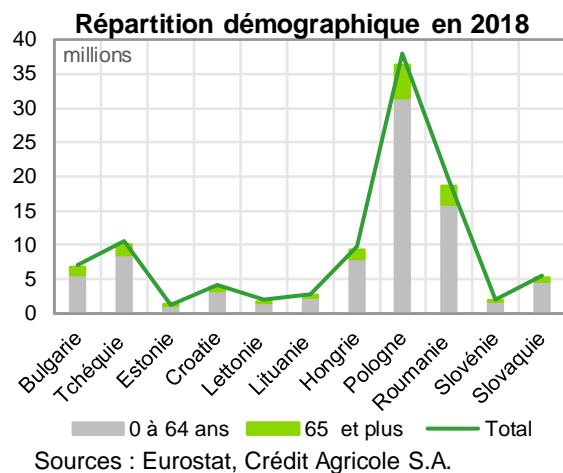
Il y a, d'une part, les dépenses liées au vieillissement de la population : retraites, santé, assistance. Des postes coûteux pour les finances publiques, qui dans un environnement de déséquilibre de structure, vont être difficilement finançables et seront probablement faites au détriment d'autres dépenses qui portent plus sur l'avenir du potentiel du pays.

Mais il y a aussi la dynamique intellectuelle du pays qui change en cas de rapide vieillissement de la population. Les programmes et les idées émises sont proposés pour les plus âgés et votés par eux-mêmes, puisque ce sera l'électorat majoritaire.

Les intérêts générationnels vont progressivement diverger probablement de façon sensible impliquant des difficultés d'adhésion aux politiques économiques, culturelles, sécuritaires...

Cette fragmentation de la vie politique et économique pèsera sur les potentiels de croissance et de rattrapage des économies.

Déjà, par la baisse du nombre d'habitants et par la diminution de la population active, l'Europe centrale et orientale va être handicapée dans son développement, mais à cela s'ajouteront les difficultés de gouvernabilité.



Notre opinion – Les conflits générationnels en Europe centrale, et même plus largement, seront de plus en plus forts. Cela pourrait même aboutir à de nouvelles formes de clivages politiques moins appuyés sur la traditionnelle « droite et gauche » ou sur ce qu'on observe actuellement dans cette zone : « conservateurs nationalistes et libéraux ».

On pourrait voir apparaître des formations politiques plus axées sur la répartition de la richesse et l'affectation des finances publiques qui opposeraient les intérêts des jeunes générations pour des infrastructures d'éducation, de recherche et développement, d'écologie à celles des plus âgés tournés davantage vers le médical et plus globalement la consommation à court terme.

À l'échelle d'un pays, l'équation des intérêts n'est pas évidente à poser. Les réflexions sur l'âge de la retraite, les avantages de certains métiers vont probablement évoluer, ainsi que les notions de solidarité entre les générations, en passant par la fiscalité.

Asie

Guerre commerciale : quelle méthode d'analyse utiliser pour ne pas avoir le tournis ?

L'analyse de la guerre commerciale ne peut pas se faire avec des outils économiques classiques, mais plutôt, avec des idées et méthodes qui viennent à la fois des sciences politiques, pour comprendre le FOND de l'affaire, et poser des scénarios de long terme ; tout en utilisant d'autres champs de compétence pour commenter les événements à court terme ; comme les techniques de négociation, la théorie des jeux, mais aussi l'analyse culturelle, afin de comprendre COMMENT les choses se passent.

En résumé, on garde donc en tête le scénario de long terme qui est celui d'un affrontement entre une puissance hégémonique sur le déclin, mais encore très dominante, et une puissance montante, toutes deux possédant leurs faiblesses. Puis on tente, à partir de là, de distinguer les bruits des vrais signaux ; c'est-à-dire très concrètement les événements et/ou déclarations qui n'ont pas d'importance, et ceux qui peuvent nous donner quelques indications sur l'orientation des négociations.

Tout cela avec deux préalables essentiels :

- 1 - Nous ne sommes pas dans un domaine de sciences exactes, donc il est strictement impossible de prévoir le point d'arrivée des négociations. Toutes les probabilités qui organisent aujourd'hui les prises de position du marché sont donc purement spéculatives. On peut juste dresser les scénarios et les piloter au fur et à mesure, afin de voir dans quel sens la réalité s'oriente. Produire des choses plus précises ne relève d'aucune posture objective.
- 2 - Il serait faux de croire que deux nations dépendantes économiquement ne peuvent pas être en conflit, voire en conflit militaire. C'est ce que pensait Montesquieu, avec son « doux commerce », mais c'est ce que la première guerre mondiale a fait voler en éclats depuis longtemps. Cette précision est importante, car croire que les États-Unis et la Chine vont être arrêtés par une rationalité économique nous semble à la fois vrai à court terme, mais discutable à long terme.

À court terme, c'est évidemment une force de rappel, car chaque acteur cherche à ne pas aller trop loin au risque de faire mal à sa propre économie. De plus, la politique intérieure joue un rôle puissant. Pour Trump à l'évidence. C'est moins clair pour Xi, qui peut chercher au contraire à resserrer sa popularité et sa position dans le parti, sur le thème du nationalisme, face à une croissance déclinante et des difficultés accrues dans le marché du travail urbain.

Le pilotage des équilibres politiques au sein du parti est un sujet essentiel en ce moment, que nous sous-

estimons souvent et sur lequel nous avons peu d'informations. Mais les fuites de documents qui viennent d'avoir lieu à propos du Xinyang sont très interpellantes sur ce thème, surtout au moment où les tensions à propos de Hong Kong sont au plus haut.

À long terme, nous préférons prendre l'hypothèse que c'est le facteur politique qui domine EN CAS d'affrontement hégémonique, référant en cela aux théories classiques de sciences politiques. Dans cette situation, en effet, l'hégémon en perte de puissance va s'attaquer quoi qu'il en soit à son concurrent et dans tous les domaines de puissance (économie, change, diplomatie, militaire, etc.). Quand il y a accord dans un domaine, il faut voir cela comme un effet de seuil dans la tension, avec un fort risque de déplacement dans un autre domaine. Ainsi, un accord commercial n'exclut pas des tensions diplomatiques, et c'est exactement ce qui s'est passé cette semaine avec le vote unanime du Sénat américain pour soutenir la défense des droits de l'homme à Hong Kong : la tension diplomatique a monté d'un cran, menaçant l'issue de la négociation commerciale.

Tous ces éléments de méthode étant posés, que dire de cette semaine ?

- 1 - Une unanimité chinoise et américaine pour maintenir sur les marchés l'idée qu'il y a des éléments « constructifs » (résumé donné d'un des moments-clés, à savoir l'appel entre Mnuchin – secrétaire du Trésor américain, Lighthizer – *US trade representative*, et Liu – vice-Premier ministre chinois en charge des négociations, en somme les trois principaux acteurs des discussions). En clair, cela veut dire que les négociations continuent, mais qu'elles sont bloquées ! Lighthizer le dit d'ailleurs : les Chinois ne s'engagent pas assez sur le terrain de la propriété intellectuelle et des transferts de technologie, en échange de la décroissance des tarifs.

Or, c'est le sujet-clé pour les Américains, beaucoup plus que la taille de leur déficit commercial. Et on rejoint là le scénario des hégémonies rivales : le contrôle de la technologie sera la base de la puissance dominante de demain. À notre avis, il est donc peu probable que la Chine lâche beaucoup de lest dans ce domaine. Les Chinois ont lu Tsun Tzu (gagner du temps et attendre d'être en position dominante), et nous savons depuis la publication de leur programme Chine 2025, qu'ils sont dans une stratégie de montée en puissance technologique rapide. C'est sans doute même la publication officielle de ce programme qui a provoqué le raidissement américain, bien avant Trump.

2 - Un point important dans les techniques de négociations est apparu cette semaine. D'un côté un *tweet* de Hu Xijin, rédacteur en chef du *Global Times* (qui est un bon indicateur de ce que l'État chinois veut faire passer comme message à sa population) et de l'autre, celui de Trump. Du côté chinois : « peu de Chinois pensent que les États-Unis et la Chine peuvent trouver un accord prochainement... La Chine veut un accord, mais est préparée au pire scénario : « une guerre commerciale prolongée ». Voilà pour la position chinoise, et c'est très clair : Pékin fera durer s'il le faut, mais ne lâchera pas dans les domaines définis comme stratégiques.

Du côté américain, une déclaration du président rendant les Chinois responsables du retard. Et ce vote au Sénat. Donc un raidissement, une pression et une montée du rapport de force, qui est une posture de négociation devenue assez classique sous l'administration Trump. Négociation du *cow boy*, si nos amis américains veulent bien nous pardonner. Mais surtout, posture de puissance dominante.

Cette semaine, des signaux ont donc été envoyés par la Chine, sur une stratégie d'attente. Ils ont effectivement le temps pour eux, car Trump est dans un temps électoral plus court. C'est un avantage pour Pékin qui peut s'installer dans une guerre de tranchée qui durera jusqu'aux élections américaines. Scénarios de négociations gelées dans ce cas. Mais à présent, chacun peut aussi changer de stratégie et surprendre l'autre avec une position de rupture. C'est ce qu'aurait intérêt à faire Trump, qu'un scénario gelé n'arrangera pas.

On verra comment les joueurs avancent leurs pions d'ici le 15 décembre, date à laquelle les tarifs américains augmenteront sur 156 milliards de dollars de produits chinois, dont des guirlandes de Noël. En attendant, espérons que la montée de la tension sera limitée sur la diplomatie et le militaire, car, dans ces domaines, le retour en arrière est beaucoup plus difficile politiquement que pour le commerce.

Merry Christmas...

✓ Notre opinion – *Les négociations bloquent sur un point-clé : les échanges technologiques. Point où se rejoignent l'économie et la géopolitique, car c'est la clé de la puissance de demain. Elles sont donc bloquées car le sujet est sans issue, et il va être difficile de trouver une solution win/win : cela met chaque acteur dans un posture complexe. Face à cela, les Chinois ont envoyé les signaux qu'ils peuvent s'installer dans un temps de négociation long, que les Américains n'ont pas, pour des raisons politiques. C'est une façon de dire que Pékin ne reculera pas, préférant la guerre de tranchées...*

Les Américains peuvent donc être tentés de faire monter le rapport de force ou de le déplacer dans un autre domaine d'affrontement, ce qu'ils ont fait cette semaine. Mais c'est une méthode dangereuse, car cela ne fera sans doute pas beaucoup bouger Pékin, ou bien cela conduira surtout à une montée de l'affrontement dans un autre domaine de puissance, sans rien régler sur le front du commerce.

Rappelons la remarque de Staline au moment de Yalta : un joueur d'échec gagne toujours sur un joueur de poker...

Face à cette situation, le marché est sans cesse balloté entre les déclarations des uns et des autres, les probabilités et les dates d'accord commercial, sorties soudain du chapeau d'un expert. Le problème c'est que tout cela crée une forte volatilité et un bruit tel qu'il est de plus en plus difficile de s'y repérer.

Notre conseil, pour analyser l'évolution des choses dans les mois, voire les années à venir, nous suggérerions de garder sans cesse en tête la question de l'articulation entre le long terme et le court terme, pour distinguer le bruit des vrais signaux. À ce stade, on ne peut pas faire grand chose de plus.

Amérique latine

Chili : du ticket de métro à l'élaboration d'une nouvelle Constitution

Un survol (non exhaustif) des mesures prises (ou annoncées) par le gouvernement confirme l'ampleur des moyens déployés pour apaiser la crise sociale. Gel des tarifs du métro et de l'électricité, hausse de 20% de la retraite de base et de 16% du salaire minimum, création d'une assurance maladie financée par l'État, diminution du temps de travail (de 40 à 35 heures par semaine). Des modifications et ajouts à la réforme fiscale déjà à l'étude (depuis août 2018) sont également envisagés. Ils prévoient notamment la création d'une nouvelle tranche fiscale (40% sur les revenus mensuels supérieurs à 10 000 dollars), d'un impôt progressif sur le patrimoine, d'un impôt sur les bénéfices des fonds d'investissements privés, ainsi que l'imposition des capitaux rapatriés de l'étranger (ils bénéficient d'un régime d'exemption fiscale depuis 2015).

La nouvelle réforme fiscale pourrait être présentée à la Chambre basse en mars. Enfin, la réforme des retraites, urgente, est également à l'étude. Il s'agirait notamment

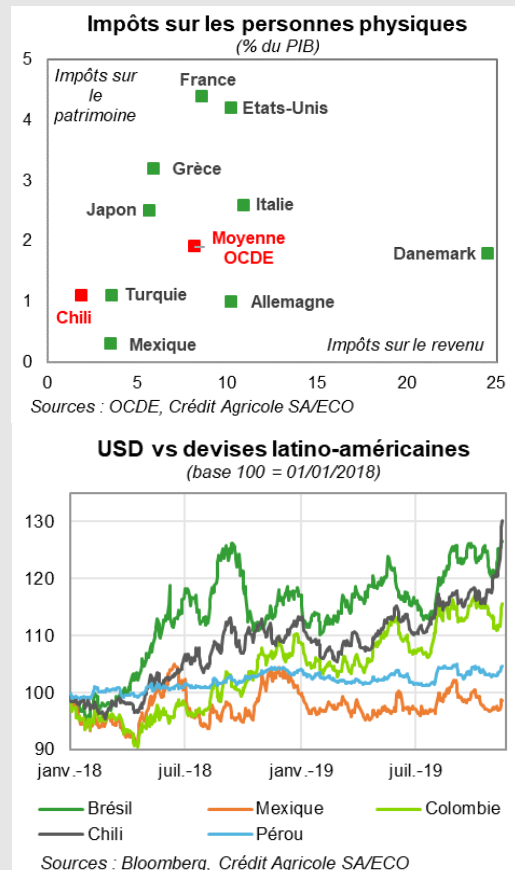
d'augmenter la cotisation patronale sur les salaires à 5 % (au lieu de 4 %) de façon à financer la hausse de la pension de base. Les différentes dispositions sont à des stades divers d'avancement (adoptées comme le gel des tarifs et l'augmentation de 20% de la retraite de base ; adoptées par la Chambre basse et envoyées au Sénat ; présentées par le gouvernement et en cours de discussion à la Chambre basse).

Par ailleurs, afin que soient garantis juridiquement les droits sociaux et les services publics tels que la santé et l'éducation, les manifestants demandaient des changements constitutionnels. Le gouvernement et l'opposition se sont accordés sur un projet de réécriture de la Constitution rédigée sous la dictature de Pinochet. Un référendum se tiendra en avril et les électeurs devront répondre à deux questions portant sur leur souhait de réformer la Constitution et sur la nature de l'entité chargée de la réécrire.

Notre opinion – Les premières mesures strictement économiques prises par le président Piñera n'ont pas suffi à apaiser la colère. L'amplification des revendications et leur extension du strict domaine économique (revenus et pouvoir d'achat) aux domaines social, politique et institutionnel signalent la profondeur du malaise : injustice avérée, mais aussi frustration dans une société où l'ascenseur social n'est même pas en panne, puisqu'il n'existe pas. Les mérites et les déficiences du « modèle » économique chilien, modèle libéral dans sa version la plus pure, ont déjà été évoqués dans cette [publication](#). Une croissance économique soutenue et vertueuse, couplée à des politiques sociales parcimonieuses¹ et ciblées, a permis un recul significatif du taux de pauvreté et l'amélioration des conditions de vie, notamment des plus démunis. Cette politique n'a pas remis en cause les inégalités de revenus et n'a pas permis de corriger les discriminations flagrantes en particulier dans les domaines de l'éducation, de la santé et des retraites. Enfin, un constat sombre concluant au discrédit de la classe politique (alimenté par les scandales de corruption) et, au-delà, à la crise de légitimité du système politico-institutionnel est amplement partagé : la réforme de la Constitution apparaît ainsi comme l'étape ultime des demandes de « refondation » du modèle économique, social et politique².

Le coût des mesures budgétaires (sans quantifier ici le potentiel surcroît de demande) et l'impact dépressif à court terme sur l'offre des turbulences actuelles font l'objet d'estimations qui, même vagues, indiquent un « choc digeste ». En 2019, les dépenses supplémentaires devraient être couvertes intégralement en puisant 850 millions de dollars sur le fonds souverain (Economic and Social Stabilization Fund) laissant le déficit inchangé autour de 2,2% du PIB. La « facture budgétaire » s'élèverait à 0,5% du PIB en 2020, soit un déficit total modeste puisque proche de 2,5%. Par ailleurs, bien qu'ayant progressé d'environ 12 pp au cours des cinq dernières années, les dettes brute et nette du gouvernement central sont faibles (respectivement 25% et 6% du PIB en 2018). Enfin, la faiblesse de la fiscalité (tant sur les revenus que sur le patrimoine) laisse une grande marge de manœuvre pour une réforme fiscale et une hausse des impôts.

La croissance serait amputée de 0,3 pp en 2019 pour atteindre 2,2%. L'incertitude continuera de peser sur la croissance en 2020 (prévue autour de 2%) et fait déjà sentir ses effets sur le peso qui s'est déprécié de 10% au cours des quatre dernières semaines. La Banque centrale du Chili a ainsi annoncé un programme de ventes de devises pour limiter les tensions (via des swaps de devises).



¹ Quelques chiffres sont éloquentes. Alors que les dépenses sociales et les dépenses de retraite atteignent, respectivement, 20,1% et 7,5% du PIB en moyenne dans l'OCDE, elles ne représentent au Chili que 10,9% et 2,8% du PIB.

² Voir, en particulier, « Le « modèle » chilien : des ruptures en trompe-l'œil », Problèmes d'Amérique latine 2016/3 (N° 102).

Afrique du Nord, Moyen-Orient

Koweït : croissance du PIB médiocre au 2^e trimestre et démission du gouvernement

La croissance du PIB n'a été que de 0,4% a/a au deuxième trimestre, une forte décélération par rapport au premier trimestre à +2,6%. Cette baisse de l'activité est due à une contraction du PIB pétrolier de 0,4% au T2. La croissance annuelle ne devrait donc s'établir qu'à 1,1% en 2019, contre une estimation initiale de 1,6%.

Alors que des manifestations populaires massives ont eu lieu début novembre à Koweït-City pour dénoncer la corruption des élites, le gouvernement a démissionné après avoir été mis en minorité à la Chambre, sur

souçons de mauvaise gestion des fonds publics. L'émir a nommé Premier ministre Khaled Al Sabah, un ex-ministre des Affaires étrangères et l'a chargé de former un nouveau gouvernement.

La gouvernance est assez médiocre pour un pays du Golfe et elle s'est beaucoup détériorée depuis 2014. Le pays reste très peu transparent et la lutte contre la corruption, en hausse, n'est visiblement pas la priorité du gouvernement.

✓ Notre opinion – *Les manifestations ne sont pas inhabituelles au Koweït, de même que les chutes de gouvernement, car le Parlement exerce souvent un rôle de censeur et refuse les projets de réforme qui lui sont proposés. De nouvelles élections parlementaires pourraient avoir lieu l'année prochaine, mais il est peu probable que des changements majeurs soient opérés dans sa composition, ni dans la politique du gouvernement.*

Arabie saoudite : Aramco n'est pas la Française des jeux

Alors que Saudi Aramco, le premier producteur de pétrole au monde, avait été valorisé par les autorités saoudiennes et des experts entre 2 et 3 trillions de dollars (2 000 à 3 000 Mds USD), une fourchette d'incertitude déjà très élevée, c'est finalement une capitalisation boursière d'environ 1 700 Mds USD que devrait atteindre la privatisation et l'introduction en bourse d'Aramco. Les ambitions du prince héritier Mohamed ben Salman ont donc été revues significativement à la baisse, puisque l'action ne sera finalement cotée que sur le marché domestique à Riyad, après l'abandon récent d'une cotation à l'international et que le volume du flottant proposé aux investisseurs ne va s'établir qu'à 1,5% du capital, un montant nettement plus modeste que les 5%

prévus initialement. La défiance des investisseurs envers la valorisation de l'entreprise, ses liens étroits avec l'État, les exigences de transparence des places boursières étrangères, le moindre intérêt pour les entreprises pétrolières et l'image altérée du royaume à l'international ont eu raison d'une cotation sur une grande place boursière occidentale ou asiatique. Les autorités pensent qu'une cotation internationale pourrait advenir dans le futur.

Les recettes pour l'État saoudien ne devraient donc s'établir qu'à 25 Mds USD, soit environ 1% du budget de l'État, un montant très faible et très en retrait par rapport au minimum initial de 100 Mds USD espéré par les autorités.

✓ Notre opinion – *Les ressources financières de cette privatisation devaient être le principal soutien au vaste projet de transformation de l'économie saoudienne dénommé « Vision 2030 » et ayant pour but de sortir de l'économie rentière en diversifiant les activités. Cet échec, pour ne pas dire fiasco, remet donc en cause les objectifs et le calendrier de réalisation du projet.*

Liban : plan FMI et restructuration de dette de plus en plus probables

Les jours qui passent, sans qu'un nouveau gouvernement ne soit formé à Beyrouth, apportent leurs lots de mauvaises nouvelles : l'agence Standard & Poor's a dégradé le *rating* du Liban à CCC, au même niveau que les deux autres agences Moody's et Fitch. Le prix de la prime de risque s'établit à 61% à un an (CDS sur le souverain), ce qui signifie que le marché, dans la majorité, anticipe de plus en plus un défaut souverain dans les douze prochains mois et une restructuration de la dette de l'État avec un abandon de créance pouvant dépasser la moitié du nominal.

Selon des sources diplomatiques évoquées par la presse, les bailleurs de fonds amis de Beyrouth n'envisagent plus une aide bilatérale (conférence du Cèdre de 2018), sans qu'un plan FMI contraignant ne soit appliqué au pays. Un plan qui pourrait comprendre une restructuration souveraine. En l'absence de nouveau gouvernement et d'interlocuteur crédible, les aides ne parviendront pas au pays. Du côté des banques, les restrictions au retrait des dépôts se poursuivent, provoquant des tensions entre la clientèle et le personnel des établissements financiers.

✓ Notre opinion – *Le contrôle des changes informel tel qu'il est appliqué par les banques à ce stade ne devrait être que provisoire et sera probablement officialisé dans les prochaines semaines, car il fait naître des distorsions de traitement entre personnes et entreprises dans la plus parfaite opacité.*

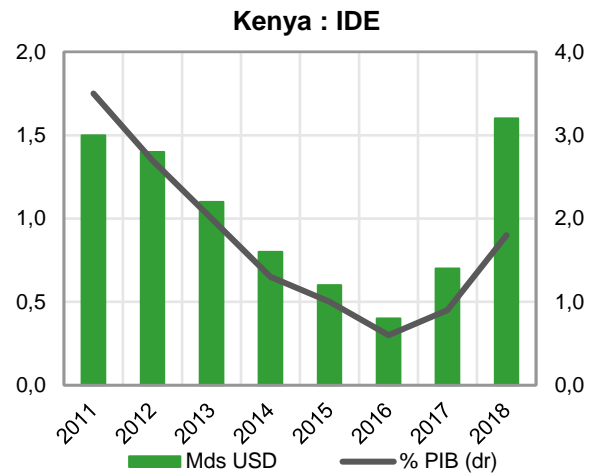
Afrique sub-saharienne

Kenya : vers une succession de réformes

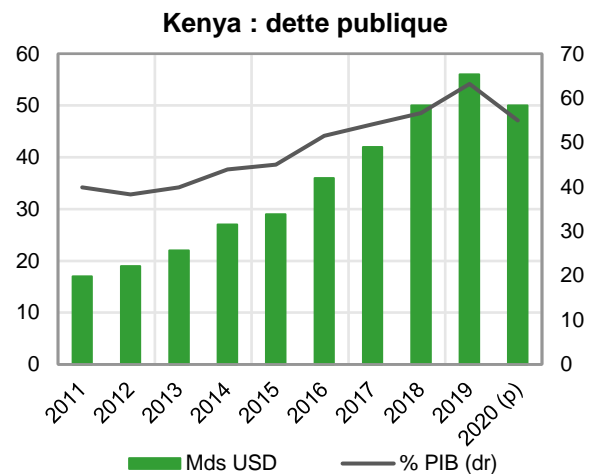
Le gouvernement vient de mettre en place une nouvelle politique d'investissement afin de soutenir le flux d'investissements directs étrangers (IDE) vers le pays. La nouvelle *Kenya Investment Policy* (KIP) sera axée sur sept principes fondamentaux : l'ouverture et la transparence, l'inclusion, le développement durable, la diversification économique, l'autonomisation nationale, l'intégration mondiale et la primauté de l'investisseur. Les investissements étrangers au Kenya restent relativement faibles et représentent en moyenne environ 1% du PIB par an. La CNUCED affirme que le pays a reçu des IDE de l'équivalent de 1,8% du PIB en 2018, soit 1,6 milliard de dollars, contre 1,2 milliard de dollars en 2017. En perspective, les flux d'IDE devraient croître significativement parallèlement à l'augmentation du niveau d'investissement public et privé à au moins 32% du PIB d'ici 2030.

Par ailleurs, le gouvernement a mis en place diverses procédures afin de faciliter les investissements : simplifier les procédures de création d'entreprise, raccourcir la durée des traitements administratifs, simplifier le processus d'enregistrement des biens, renforcer l'accès au crédit et la protection des investisseurs minoritaires, faciliter le paiement des impôts et la résolution des cas d'insolvabilité.

En conséquence, les multiples efforts de l'État kényan ont permis au pays de progresser dans le classement *Doing Business*. Après avoir gagné 16 places dans le rapport de 2017 et 12 places dans le rapport de 2018, il a encore gagné 19 places dans le rapport de 2019, atteignant le 61^e rang sur 190 pays.



Sources : Banque mondiale, Crédit Agricole S.A.



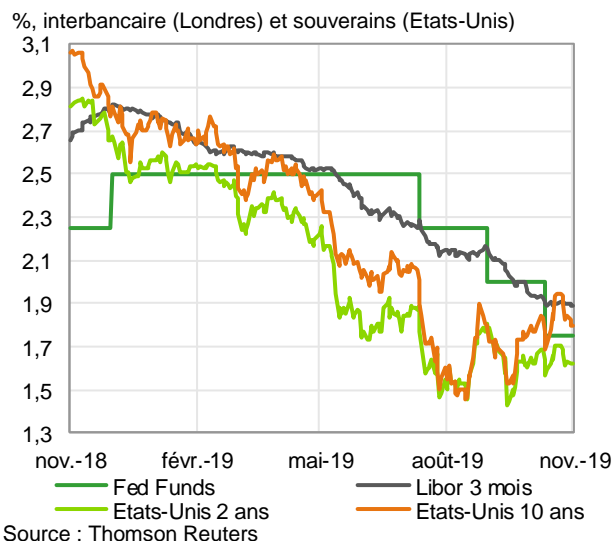
Sources : EIU, Crédit Agricole S.A.

Notre opinion – Malgré les vastes programmes gouvernementaux, de nombreux obstacles à l'investissement persistent. Ils concernent notamment la mauvaise qualité des infrastructures (dans les domaines de l'énergie, de l'eau, des transports et de la santé), les pénuries de main-d'œuvre qualifiée, les risques liés au terrorisme et les tensions politiques, sociales et ethniques. Un défi que le Kenya devra relever en parallèle de son endettement croissant (63,2% du PIB en 2018).

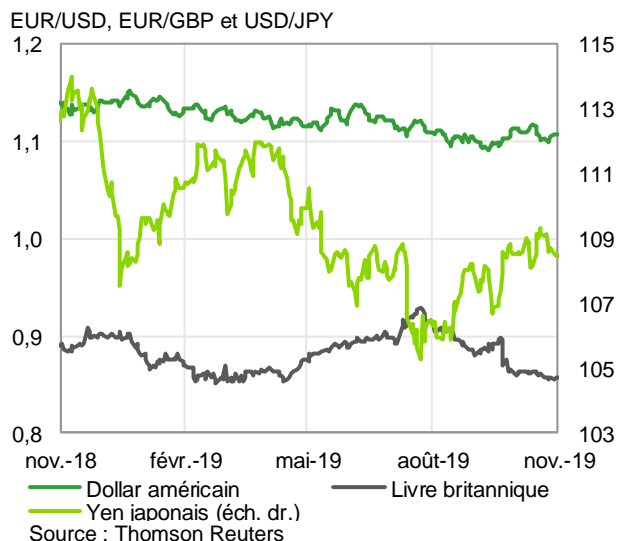
Effectivement, le pays vient de relever le plafond de son endettement maximal en approuvant un projet de loi sur une nouvelle méthode de calcul de la dette publique. La méthode présente la dette en chiffres absolus et non plus en pourcentage du PIB (avec actuellement un seuil maximal de 50% du PIB), ce qui lui permettra de dépenser plus dans les infrastructures. Le nouveau plafond est de 9 000 milliards de shillings kényans, ce qui représente plus de 100% du PIB du pays. De quoi susciter des inquiétudes sur le long terme, d'autant plus que le FMI a révisé son évaluation de risque de surendettement extérieur du Kenya de faible à modéré.

Tendances à suivre

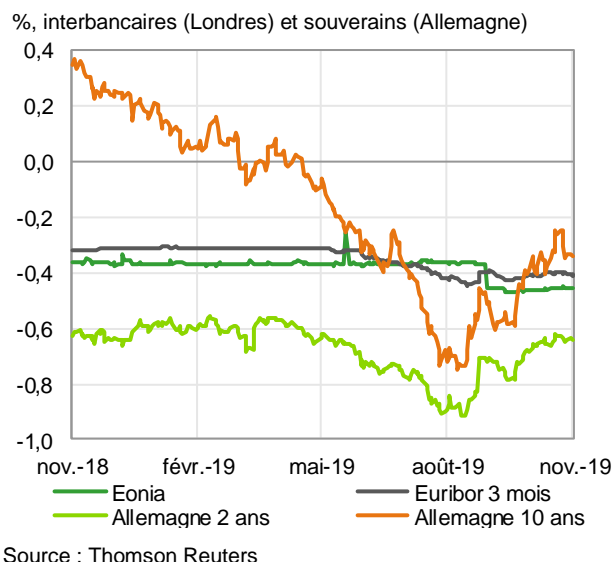
Taux d'intérêt en dollar américain



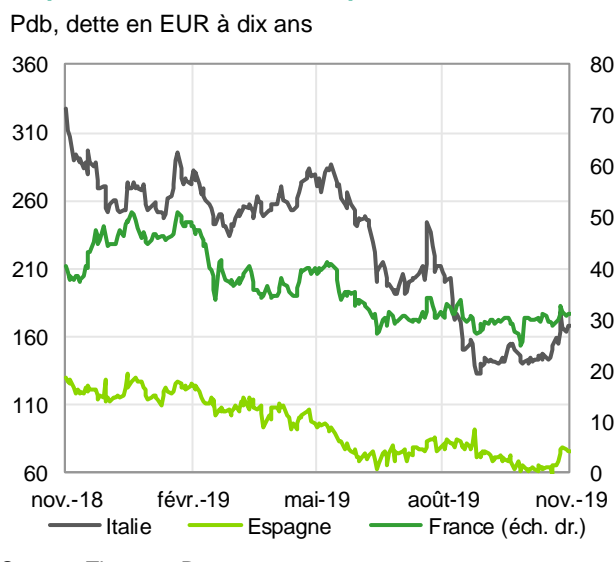
Taux de change des principales devises



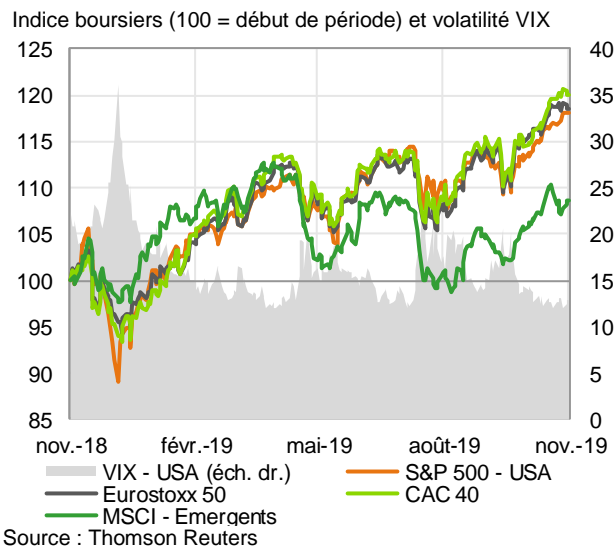
Taux d'intérêt en euro



Spreads souverains européens avec le Bund



Marché actions

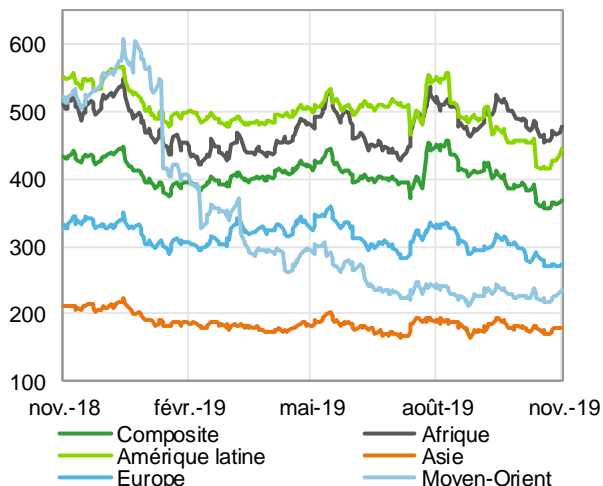


Cours de l'once d'or



Spreads souverains émergents avec le T-Bond

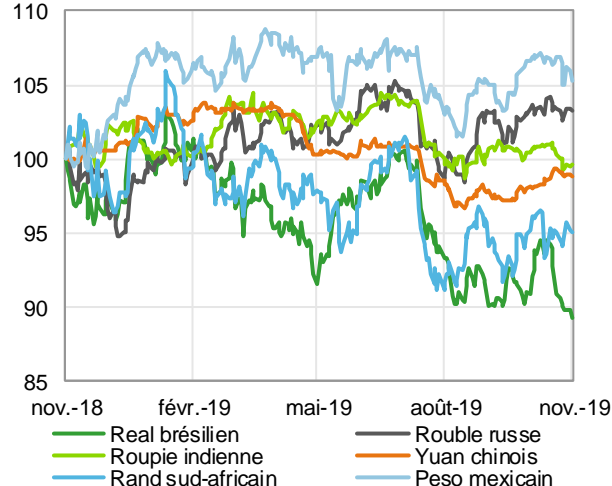
Indices EMBI+ (pdb, dette en USD de plus d'un an)



Source : JP Morgan

Devises émergentes

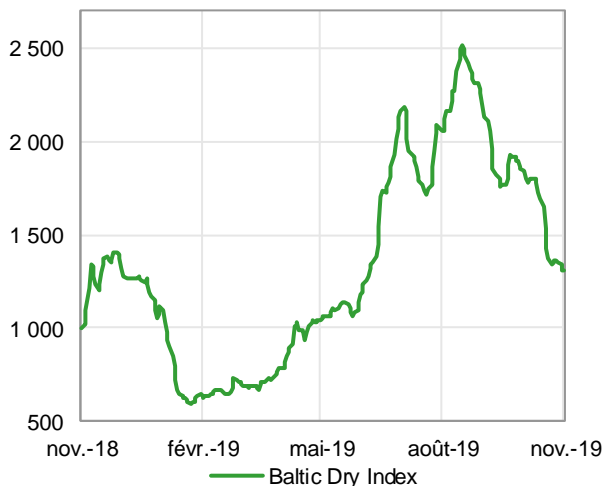
/USD (indice 100 = début de période)



Source : Thomson Reuters

Coût du transport maritime de vrac sec

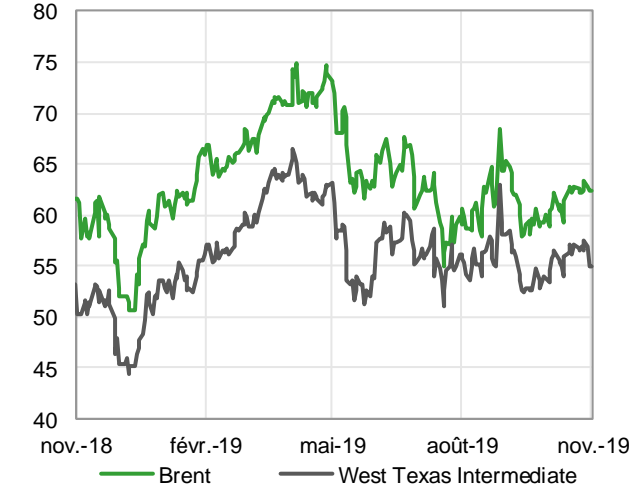
Baltic Dry Index (USD/point)



Source : Baltic Exchange

Cours du baril de pétrole brut en USD

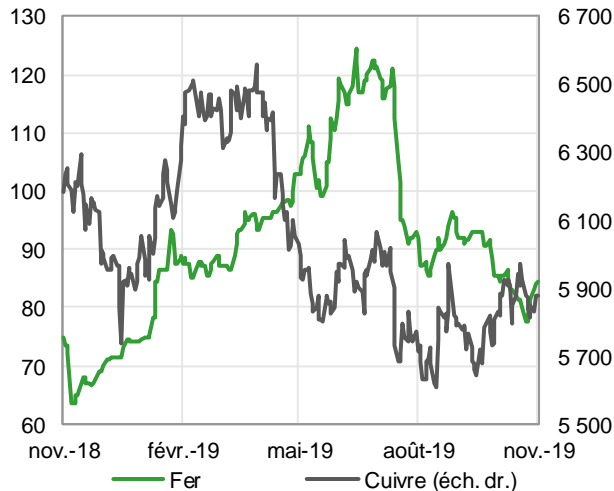
Brent (mer du Nord) et WTI (golfe du Mexique)



Source : Thomson Reuters

Cours des métaux

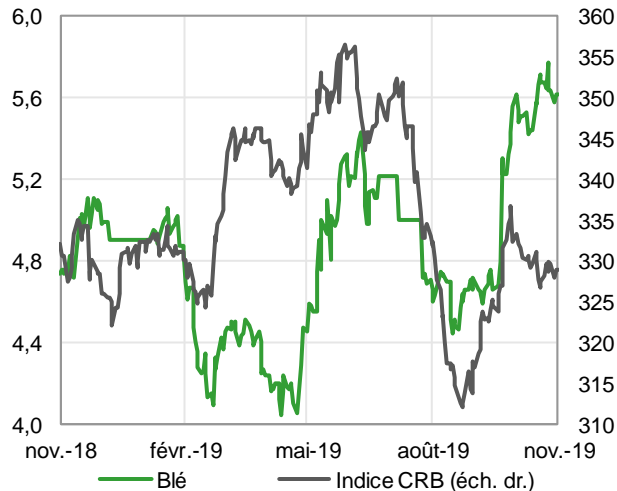
USD/tonne métrique



Sources : Steel Home, London Metal Exchange

Agriculture

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



Sources : USDA, CRB

Consultez nos dernières parutions en accès libre sur Internet :



Monde – Scénario macro-économique 2019-2020 – 9 octobre 2019

Une fragile ligne de flottaison

Prévisions économiques & financières

Date	Titre	Thème
21/11/2019	<u>France – Travail temporaire, tendances à mi-novembre 2019</u>	France, sectoriel
20/11/2019	<u>France – Établissements de santé : tendances à mi-novembre 2019</u>	France, sectoriel
15/11/2019	<u>Italie - Scénario 2019-2020 : une croissance qui peine à redémarrer</u>	Italie
15/11/2019	<u>Monde – L'actualité de la semaine</u>	Monde
13/11/2019	<u>Les cent yeux du géant Argos</u>	Monde
08/11/2019	<u>Monde – L'actualité de la semaine</u>	Monde
08/11/2019	<u>Italie – Conjoncture : bilan macroéconomique</u>	Italie
07/11/2019	<u>Allemagne – Situation budgétaire</u>	Allemagne
06/11/2019	<u>Liban : un Printemps arabe à retardement</u>	Liban
04/11/2019	<u>PRISME – L'analyse de la conjoncture et de l'actualité agricole et agroalimentaire du Crédit Agricole</u>	Agri-Agro
31/10/2019	<u>Podcast - Brexit : sortira-t-on de l'impasse ?</u>	Royaume-Uni, <i>Brexit</i>
30/10/2019	<u>France – PIB T3, une croissance stable, toujours portée par la demande intérieure</u>	France
29/10/2019	<u>Italie – Immobilier résidentiel</u>	Italie, immobilier
25/10/2019	<u>Monde – L'actualité de la semaine</u>	Monde
25/10/2019	<u>Espagne – Scénario 2019-2020 : un freinage contrôlé ?</u>	Espagne

Études Économiques Groupe – Crédit Agricole S.A.

12, place des États-Unis – 92127 Montrouge Cedex

Directeur de la publication : Isabelle JOB-BAZILLE
Rédacteur en chef : Armelle SARDA

Zone euro : Pierre BENADJAUD, Ticiano BRUNELLO, Olivier ELUERE, Paola MONPERRUS-VERONI, Anna SIENKIEWICZ, Sofia TOZY, Philippe VILAS-BOAS

Royaume-Uni, Irlande, pays scandinaves : Slavena NAZAROVA

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

Asie : Tania SOLLOGOUB

Amérique latine : Catherine LÉBOUGRE

Afrique du Nord, Moyen-Orient : Olivier LE CABELLEC

Afrique sub-saharienne : Cécile JIN

Documentation : Dominique PETIT, Elisabeth SERREAU

Statistiques : Robin MOURIER

Réalisation et Secrétariat de rédaction : Fabienne PESTY

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

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

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

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

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