

# Perspectives

Hebdomadaire – N°19/061 – 5 avril 2019

## MONDE – L'actualité de la semaine

### 👉 Des données économiques plus toniques pour des marchés réjouis

Une semaine propice aux actifs plus risqués, marquée par une désaffection (très relative) à l'égard des obligations souveraines de « grand standing » : tout monte (obligations crédit, émergentes, souverains périphériques de la zone euro, actions) sauf les obligations souveraines américaines et allemandes (les taux à dix ans se tendent de respectivement 13 et 9 points de base pour n'atteindre cependant que 2,54% et 0,02%). Aux États-Unis et en Allemagne, la partie plus courte de la courbe souveraine (deux ans) se redresse également comme si, enfin rassurés par des nouvelles économiques plus revigorantes, il devenait soudain plus évident aux yeux des marchés que les banques centrales, désormais passées en mode « pause », n'avaient pas à envisager de mesures d'assouplissement supplémentaire.

En zone euro, l'inflation sous-jacente (en glissement annuel, 1% en février, 0,8% en mars soit son plus bas niveau depuis avril dernier) s'est certes révélée très faible, mais n'a pas déçu. Assez largement anticipée, elle est seulement venue confirmer (s'il en était encore besoin) qu'une politique monétaire accommodante reste indispensable et que la BCE ne sera pas en mesure de relever les taux avant bien longtemps (ni en 2019 ni en 2020). En complément de la semi-déception sur les prix, sont venues les nouvelles semi-rassurantes sur l'activité en Allemagne. En février, soutenue par le dynamisme de la construction, la production industrielle y a, en effet, augmenté de 0,7% au cours du mois, limitant la contraction sur un an à -0,5% (-2,7% en janvier, après révision). Dans l'hypothèse d'un niveau de production inchangé en mars, la production industrielle progresserait de 0,5% (glissement trimestriel) soit la première augmentation depuis le 2<sup>e</sup> trimestre 2018, mettant ainsi fin à la récession technique. Un tel résultat n'est pas définitivement acquis, mais il a contribué à atténuer les craintes d'une chute de l'industrie allemande et ainsi rassuré les marchés, qui se sont également réjouis des chiffres américains. Aux États-Unis, les ventes au détail ont diminué de 0,2% en février, mais cette faiblesse inattendue est compensée par l'importante révision à la hausse du mois de janvier. L'impact du trou d'air de février devrait donc se faire peu sentir sur la consommation des ménages au 1<sup>er</sup> trimestre et sur le PIB (en variation trimestrielle annualisée, il progresserait de 1,2% au premier trimestre, avant de rebondir à 2,4% au deuxième trimestre). Quant à l'indice ISM, il s'est révélé bien plus fort que prévu (passant de 54,2 en février à 55,3 en mars). L'enquête ISM ne signale toutefois pas d'amélioration des commandes à l'exportation. Mais, c'est de Chine que sont venus les chiffres les plus rassurants (en tous cas, aux yeux des marchés) sous la forme d'indices PMI du mois de mars (manufacturier et services)

en nette amélioration (ce sont les meilleurs observés depuis le troisième trimestre 2018). Ils confirment les résultats favorables de l'enquête du premier trimestre menée par la PBoC auprès des entreprises industrielles. Ils attestent également que le secteur des services, moins consommateur d'importations, reste un pilier essentiel de la reprise potentielle en Chine. Enfin, les négociations commerciales sino-américaines sont censées progresser favorablement (les problèmes-clés auraient été résolus et les discussions porteraient désormais sur la mise en œuvre et l'application de l'accord sur le point d'être presque achevé).

Bien qu'ils ne soient pas tous exceptionnels, les chiffres publiés cette semaine ont un mérite : ils sont venus, à des degrés divers, confirmer les grandes lignes d'un scénario d'essoufflement et non d'effondrement. Le secteur manufacturier européen (notamment allemand) est certes à la peine en raison, notamment, de la faiblesse de la demande étrangère qui « devrait se redresser à la faveur de l'accélération chinoise ». À un petit essoufflement temporaire près, la demande domestique américaine se tient plutôt bien et la demande externe « devrait se redresser à la faveur de l'accélération chinoise ». La croissance en Asie et, plus généralement, émergente « devrait se redresser à la faveur de l'accélération chinoise ». Reste donc à espérer que la Chine ne déçoive pas et que l'espoir d'un accord commercial bilatéral prenne forme sans trop tarder.

☞ Géopolitique : l'Otan et la guerre commerciale ? .....	2
☞ Zone euro : le secteur industriel continue de plomber les perspectives de croissance en mars .....	3
☞ Zone euro : ménages et entreprises se portent encore bien fin 2018 .....	3
☞ Allemagne : production et commandes industrielles sous l'emprise d'une demande extérieure atone .....	4
☞ Italie : progression du taux de chômage en février .....	5
☞ Italie : progression du taux de marge des entreprises au T4 .....	5
☞ La Turquie se languit .....	7
☞ Pologne : révision à la hausse de la croissance du PIB8 .....	7
☞ Égypte : l'inflation : un risque toujours menaçant et qui ne s'atténue guère .....	9
☞ Bahreïn : la balance des paiements se détériore toujours .....	9
☞ Émirats arabes unis : redressement poussif en 2018 ...	9
☞ Afrique du Sud : Moody's maintient le pays dans la catégorie « investment grade » .....	10
☞ Nigéria : la Banque centrale abaisse son taux directeur à 13,5% .....	10

## Editorial

### Géopolitique : l'Otan et la guerre commerciale ?

L'actualité nous offre un exemple parfait de la façon dont il va falloir penser la géopolitique dans les années à venir : d'un côté, les marchés espèrent (et anticipent) un accord commercial entre la Chine et les États-Unis) et pourtant, en même temps, J. Stoltenberg, secrétaire général de l'Otan, colle depuis quelques mois à la définition de la Chine donnée dans la nouvelle stratégie de défense américaine, à savoir, à l'instar de la Russie, un « pouvoir révisionniste et un concurrent stratégique ». Et pour les stratèges américains comme pour ceux de l'Otan ; l'initiative « *belt and road* » est une stratégie de puissance agressive.

Les festivités qui se déroulent pour les soixante-dix ans de l'Otan, dont les responsables sont invités à Washington au moment où Xi Jinping fait sa tournée européenne, pourraient donc bien nous rappeler qu'une tension géopolitique est un tout composé de plusieurs dimensions : le commerce, l'économique, le militaire, le diplomatique etc. Entre États-Unis et Chine, les tensions ne vont cesser d'aller d'un domaine à l'autre. Dit clairement, l'apaisement des tensions commerciales ne signifiera pas l'apaisement des tensions géopolitiques. Quant à la Russie, c'est l'ennemi officiel depuis 1949, et de nouvelles mesures pour contrer son comportement dit agressif vont sans doute être présentées.

#### Quels sont les autres dossiers qui agitent l'Otan ?

Tout d'abord la question du « partage du fardeau », que ne cesse de dénoncer Trump, peu soucieux des questions de stabilité stratégique globales. Mais cette question était d'ailleurs déjà posée par Obama... En fait, la politique du *tweet* semble avoir eu un effet positif dans ce domaine, puisque sept pays atteignent les 2% de dépenses prévues, contre seulement trois pays en 2014 (mais est-ce l'effet Trump ou la perception de la décomposition du multilatéralisme ?). Exception notable l'Allemagne, avec 1,5% prévu pour 2014, pays dans lequel la défense s'invite de plus en plus dans la politique intérieure comme un sujet clivant.

À noter aussi que les dépenses en équipements lourds des vingt-neuf membres sont aussi en augmentation, se rapprochant de l'objectif officiel de 20% des dépenses totales.

Enfin, l'Otan s'est doté de commandements unifiés en matière de cybersécurité, et d'une nouvelle force de réaction spéciale, capable d'intervenir en trente jours. C'est évidemment loin de ce que réclament les pays baltes, que la proximité et surtout l'activisme aérien russe ne cessent d'inquiéter, mais ce sont des progressions *de facto*. Trump a beau jeu de le reconnaître cette semaine, mettant ces progrès, évidemment, à son actif...

Le dossier turc est également central et d'actualité, avec la confirmation par les Turcs d'achats antimissiles aux Russes et la riposte commerciale cette semaine des Américains, qui bloquent les livraisons destinées aux avions F35. Ce conflit, latent depuis des mois, réveille une autre lecture du monde, importante pour comprendre les années à venir, à savoir la vision américaine de ce qu'est un État pivot (tel que défini par S. Brzezinski, conseiller des principaux présidents américains) : un État qui doit rester sous influence américaine, à l'instar de l'Ukraine, par exemple. Sur ce thème, M. Pompéo a d'ores et déjà annoncé, avant les réunions, qu'il y aurait plus de navires en mer Noire... Et on notera la visite dite « amicale », depuis quelques jours, des frégates Toronto et Santa Maria à Odessa... En résumé, Erdogan est donc en train de jouer avec le feu en matière stratégique et la réponse sera dans tous les domaines, incluant le financier et l'économique.

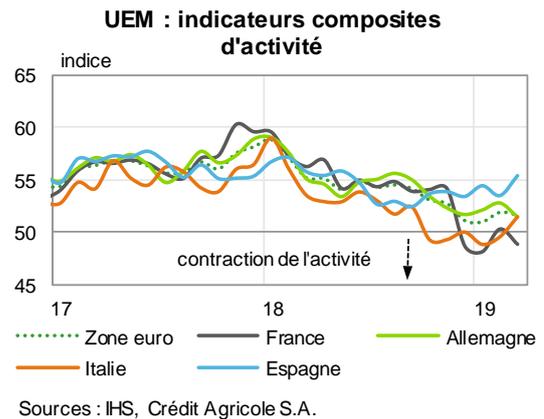
Enfin, la question plus structurelle qui agite les festivités actuelles, et qui va bien au-delà de la présence ou non de Trump : le pivot américain vers l'Asie, déjà mis en place sous Obama, signifie-t-il que l'allié américain n'est plus fiable ? « Nos alliés sont pires que nos ennemis », a dit Trump, qui ne cesse par ailleurs de terroriser sa propre administration en évoquant fréquemment une sortie possible de l'alliance (les deux chambres y sont totalement hostiles). Mais cette menace est sans doute aussi une façon de négocier face à des alliés européens qui cherchent à ménager la Chine, notamment dans le dossier Huawei... En revanche, le retrait brutal de l'accord sur les missiles nucléaires de moyenne portée, quelle que soit sa justification, n'est pas un argument de négociation, mais purement et simplement le signal d'un détricotage accéléré du multilatéralisme....

## Zone euro

### Zone euro : le secteur industriel continue de plomber les perspectives de croissance en mars

Comparativement à la version préliminaire, les indices d'activité provenant des enquêtes auprès des directeurs d'achat sont légèrement moins pessimistes pour le mois de mars. L'indice composite en zone euro baisse à 51,6 points (contre 51,3 dans sa version préliminaire), après 51,9 points le mois précédent. Par pays, l'indice pour Allemagne baisse significativement en passant de 52,8 points en février à 51,4 points en mars. La France franchit de nouveau le seuil de contraction de l'activité à 48,9 points ce mois-ci, contre 50,4 points le mois précédent. L'Italie repasse en phase d'expansion (51,5 points) après deux mois de recul tandis que l'Espagne semble dans une meilleure posture avec une accélération de son activité signalée par un indice à son plus haut niveau depuis dix mois (55,4 points). Pour la zone euro dans son ensemble, c'est principalement le recul de l'activité industrielle qui pénalise la croissance globale. L'activité du secteur industriel chute ainsi à son plus bas niveau depuis avril 2013 en zone euro et il faut remonter à juin 2009 pour constater un niveau aussi faible de l'activité industrielle en Allemagne. En cause, une accélération du déclin des commandes en France, en Allemagne, en Italie, et notamment celles à l'exportation qui affectent plus

particulièrement l'Allemagne. Dans ce pays, l'emploi industriel se serait même contracté pour la première fois depuis 2016. Pour la zone euro, l'accélération des activités des services vient compenser la contraction du secteur industriel. Celle-ci tire la croissance que ce soit en Allemagne (55,4 points), en Italie (53,1 points) ou en Espagne (56,8 points). La France connaît en revanche une détérioration à la fois des services et de l'industrie.



**☑ Notre opinion** – L'activité économique en zone euro risque de se maintenir sur un rythme très modeste au T1 au regard des enquêtes d'activité du mois de mars. La France et l'Allemagne signalent une situation économique qui s'est détériorée comparativement au précédent trimestre, alors que l'Espagne et l'Italie sont dans une dynamique plus favorable. Les indices plus avancés signalent un ralentissement au T2, si un redressement de l'activité industrielle ne se manifeste pas entre temps. Le frein industriel, s'il perdure, risque de pénaliser davantage la croissance de la zone, déjà revue à la baisse à 1,2% en moyenne annuelle en 2019.

### Zone euro : ménages et entreprises se portent encore bien fin 2018

Le revenu disponible des ménages n'a pas perdu de sa vigueur en 2018 et en termes réels, il a même marqué une accélération en fin d'année avec le ralentissement des prix à la consommation. La nette accélération des salaires négociés (de 1,7% sur un an au T1 2018 à 2,2% au T4) a plus que compensé la perte de vigueur progressive des créations d'emplois (de 1,7% sur un an au T4 2017 à 1,3% au T4 2018). Pourtant, tout au long de l'année la consommation a continué de croître à un rythme inférieur à celui du pouvoir d'achat. En effet, la remontée du taux d'épargne en cours depuis le printemps 2018 s'est poursuivie et le taux d'épargne a quitté le palier sur lequel il s'était installé depuis la mi-2016. La complicité d'un cycle de consommation de biens durables qui arrive à lente maturation est évidente, ainsi que celle

de la hausse des prix de l'immobilier qui rend plus onéreuse chaque acquisition et plus important l'effort préalable d'épargne. Mais ce dernier effet ne remet pas en cause le dynamisme de l'investissement logement, qui retrouve une nouvelle vigueur en fin d'année et stabilise le taux d'investissement des ménages sur l'année à son plus haut niveau depuis 2012 (9%).

Quant à l'investissement des sociétés non financières, il se renforce au T4 et pousse à la hausse le taux d'investissement qui atteint un nouveau pic (23,7%). Le taux de marge, en baisse depuis la mi-2017 se stabilise en fin d'année, grâce à une dynamique moins soutenue des rémunérations, qui peut ainsi compenser la stagnation de la productivité.

**✓ Notre opinion** – La richesse immobilière a encore crû au rythme de 5% en fin d'année, compensant ainsi la perte de valorisation des actifs financiers, liée à la baisse des cours actions intervenue au T4 2018. La baisse de la richesse nette en pourcentage du PIB peut avoir justifié une remontée du taux d'épargne dans le but de reconstituer les encaisses réelles. Cette baisse n'est pas préoccupante dans un contexte où notre scénario ne prévoit pas un massif ajustement des cours boursiers et où le taux d'endettement des ménages reste globalement faible et en baisse dans la zone.

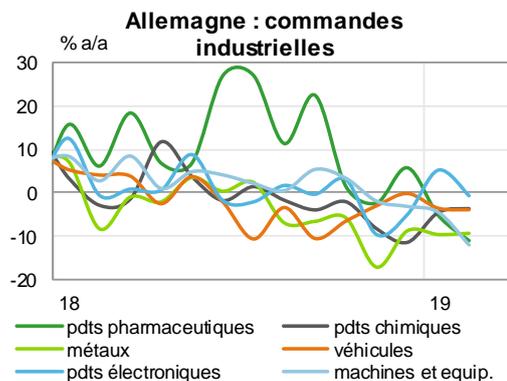
La consommation des ménages continuera d'être soutenue par des fondamentaux solides. Le naturel ralentissement des créations d'emplois n'entravera pas la poursuite de la baisse du taux de chômage et le revenu disponible continuera d'être soutenu par la progression des salaires, même si la forte accélération des salaires observée au milieu de l'année 2018 ne pourra pas être reproduite. C'est surtout la faiblesse de l'inflation qui contribuera aux gains de pouvoir d'achat. Dans plusieurs pays, une réorientation, non concertée et non coordonnée, de la politique budgétaire dans une direction plus expansionniste apportera un soutien important au revenu des ménages.

Tout ne sera cependant pas consommé et nous prévoyons une nouvelle remontée du taux d'épargne pour satisfaire une demande d'investissement logement qui ne tirera pas sous l'effet de conditions monétaires toujours très accommodantes. Le maillon faible de la demande intérieure reste l'investissement productif et les interrogations portent sur sa longévité. Malgré son départ tardif (en 2014), la faiblesse de l'activité place le taux d'investissement à un niveau élevé (le plus haut depuis 2008). Ce ne sont pas les perspectives de rentabilité (le taux de marge est en baisse depuis la mi-2017, mais reste encore élevé) ou les conditions de financement (toujours accommodantes) qui sont préoccupantes, mais surtout la solidité de la demande notamment étrangère adressée aux entreprises et la réaction de la confiance aux récentes révisions à la baisse répétées des perspectives de production.

 **Allemagne : production et commandes industrielles sous l'emprise d'une demande extérieure atone**

La production industrielle hors énergie et construction a diminué de 0,2% sur un mois en février (-1,8% en rythme annuel). Au sein de l'industrie, la production de biens d'équipement a progressé de 0,6% sur le mois, alors que celle de biens intermédiaires a chuté de 0,6% et celle de biens de consommation a reculé de 1,6%. En dehors de l'industrie, la production d'énergie a baissé de 3,1%, tandis que la production dans la construction a bondi de 6,8%. Les commandes industrielles ont chuté de 4,1% sur le mois de février et de 8,2% sur un an. Ce nouveau recul provient essentiellement de la demande étrangère qui plonge de 6% en un mois, et plus particulièrement des commandes hors zone euro (-7,9%). Les commandes domestiques n'ont que faiblement reculé (-0,6%). Par produits, ce sont surtout les biens d'équipement qui baissent (-6% sur un mois), et dans une moindre mesure les biens de consommation (-3,5%) et les biens intermédiaires (-0,9%). Par secteurs d'activité, le mois de février a été caractérisé par un recul des commandes en produits pharmaceutiques (-5,5%) et produits électroniques (-5,7%). Le secteur automobile, toujours en baisse,

accuse une moindre détérioration (-2,2%). À noter, que les principaux secteurs industriels pour l'économie allemande affichent tous un recul de leurs commandes en rythme annuel au mois de février. La situation industrielle devient donc plus préoccupante et suggère une croissance sans doute plus faible qu'anticipé au premier trimestre (+0,2% en variation trimestrielle).



**✓ Notre opinion** – La baisse des commandes industrielles accélère et ternit les perspectives de redressement du secteur industriel au T2. La demande extérieure est clairement identifiée comme étant la cause de cette dégradation, quelle que soit la branche d'activité concernée. Les effets néfastes de la guerre commerciale américano-chinoise se font davantage ressentir sur l'industrie allemande qui est particulièrement sensible aux exportations.

**Italie : progression du taux de chômage en février**

Le taux de chômage italien a confirmé au mois de février l'interruption de sa tendance décroissante. Il retrouve le niveau de juin 2018 à 10,7% et progresse de 0,1% par rapport à janvier. Cela s'explique par un repli de l'emploi et une augmentation de la population active.

Le taux d'emploi s'affiche en baisse à 58,6% (-0,1% par rapport à janvier), en raison d'une augmentation du travail indépendant qui n'a pas compensé la diminution de l'emploi salarié. Sur les derniers trois mois, l'emploi reste stable, mais révèle une hausse des contrats à durée indéterminée et un recul du travail à durée déterminée. En rythme annuel, l'emploi progresse encore au rythme de 0,5%, mais est en ralentissement. L'expansion touche les hommes et les femmes, elle est fortement concentrée parmi les contrats à durée déterminée. La croissance de l'emploi s'accompagne d'une

baisse du nombre de chômeurs (-1,4% ou -39 000 unités) et des inactifs âgés de quinze à soixante-quatre ans (-1,3%, -169 000).



Source : Istat, Crédit Agricole S.A.

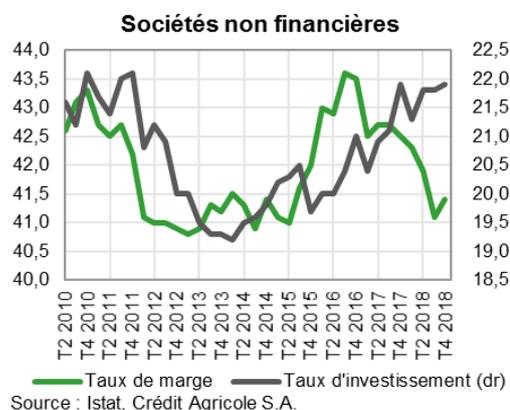
**Notre opinion** – Le ralentissement économique observé pendant le deuxième semestre de l'année dernière s'est traduit par un ralentissement du nombre d'heures travaillées en Italie (de +1,3% au deuxième trimestre à +0,4% au quatrième). Ce ralentissement est commun aux pays de la zone euro, mais la France et l'Allemagne présentent un moindre ralentissement. De même, le taux de chômage continue de se réduire dans les autres pays, où l'emploi présente une décélération moins importante. Deux mesures auront un impact sur le marché de travail en Italie à partir du deuxième semestre de l'année en cours : le « Revenu de citoyenneté » et le programme « Quota 100 ». Le premier, engagement phare du Mouvement cinq étoiles, sera finalement soumis à des conditions plus restrictives et aura comme objectif primaire les chômeurs et les inactifs, qui seront obligés de s'inscrire comme demandeurs d'emploi, et, par conséquent, auront un impact sur le taux de chômage du pays. Parmi ces inactifs, nous retrouvons un grand nombre des femmes au foyer appartenant à des ménages à faible revenu, avec un bas niveau d'instruction et une faible expérience professionnelle, et par conséquent une faible probabilité d'embauche. Cette population se trouve principalement au Mezzogiorno. En ce qui concerne le programme « Quota 100 », qui permet une anticipation de la liquidation de la pension, il permettrait de réduire la population active.

**Italie : progression du taux de marge des entreprises au T4**

Après huit trimestres consécutifs de croissance positive, le revenu disponible brut des ménages a diminué de 0,2% au quatrième trimestre 2018 par rapport au trimestre précédent. Le pouvoir d'achat des ménages a diminué de 0,5% également, en raison d'une augmentation du déflateur de la consommation de 0,3%. Le taux d'épargne au T4 2018 s'affiche à 7,6%, en baisse de -0,6% par rapport au T3, permettant ainsi une augmentation des dépenses de consommation finale (+0,5% en valeur). La croissance de l'investissement des ménages ralentit, mais reste toujours suffisante à stabiliser le taux d'investissement à 6,0%.

Du côté des sociétés non financières, la dégradation de la profitabilité est temporairement arrêtée. Au quatrième trimestre 2018, le taux de marge s'est établi à 41,4%, en progression de 0,3 point par rapport au T3 2018, même s'il reste globalement en baisse en 2018. En termes conjoncturels, l'évolution positive de cet indicateur résulte d'une augmentation plus soutenue du résultat brut d'exploitation que

celle de la valeur ajoutée (+1,0% et +0,3% respectivement). Le taux d'investissement des sociétés non financières au quatrième trimestre 2018 s'est établi en légère hausse à 21,9%, bien que l'investissement affiche un ralentissement en rythme annuel.



Source : Istat, Crédit Agricole S.A.

**☑ Notre opinion** – L'accélération de la consommation finale des ménages, portée par la consommation de biens durables au T4, indique que le cycle de consommation, bien qu'avancé, maintient encore une dynamique modérée mais positive. Le ralentissement progressif du pouvoir d'achat oblige à une réduction de l'épargne pour financer ce rythme de dépenses. Sur l'évolution de la consommation cette année pèseront les incertitudes par rapport à la politique fiscale et aux éventuelles hausses de la TVA. Le récent arrêt des créations d'emploi est à surveiller et constitue le principal risque à la baisse pesant sur notre scénario. Une inflation moins élevée et la mise en place du revenu de citoyenneté pourraient soutenir la consommation au deuxième semestre de l'année, mais cet effet sera probablement contenu.

Les sociétés non financières ont vu leur rentabilité chuter depuis le pic de 2016, lorsque le taux de marge s'affichait à 43,6%. La reprise du T4 n'est pas une bonne nouvelle, puisque la progression de l'excédent brut d'exploitation est liée à la baisse de l'emploi, qui permet des gains de productivité compensant l'accélération des coûts salariaux. Ceci pourrait signifier une amélioration de la maîtrise des coûts des entreprises, mais l'environnement reste orienté à la baisse.

## Europe centrale et orientale, Asie centrale

### La Turquie se languit...

L'AKP a perdu les grandes villes turques lors des élections municipales du dernier week-end (le cas d'Istanbul restant soumis à la demande de recomptage présentée par l'AKP), mais reste majoritaire en nombre de votes et majoritaire dans les zones rurales.

**Alors, que signifie ce vote en termes politiques ?** À l'évidence, une vulnérabilité accrue d'Erdogan. Pour comprendre la situation, rappelons les événements-clés des dernières années. Depuis 2002, Erdogan n'a quasiment jamais perdu d'élections, les dernières en date étant les présidentielles en juin 2018, qui avaient été précédées par un référendum permettant d'accroître les pouvoirs du président.

Ces derniers votes avaient cependant, déjà, pointé une fragilité croissante du pouvoir, ayant été remportés de justesse et bénéficiant, à chaque fois de trois facteurs forts : la désunion de l'opposition d'une part, le raidissement autoritaire du pouvoir d'autre part, et enfin le martèlement de la propagande sécuritaire/nationaliste, qui active facilement le levier de la peur, très puissant en général et encore plus dans ce pays, dont la situation géographique rend les enjeux géopolitiques palpables au quotidien pour les citoyens. En somme, voter AKP serait voter pour la souveraineté et la survie de la nation, message encore puissant dans les campagnes, sans compter la force croissante de la question religieuse.

Dans ce contexte, le signal d'évolution politique qu'avait été les manifestations de Gézi a été vite étouffé, d'autant plus après l'échec du coup d'État de 2016 et les purges massives de fonctionnaires qui ont suivi. Mais ces manifestations signalaient pourtant déjà quelque chose que l'on retrouve dans le monde entier : la véritable fracture politique entre la population des villes, qui profite de la mondialisation, et celle des campagnes, en rupture avec l'élite mondialisée. Ce phénomène avait été pointé dès les années 60 par des économistes comme S. Amine ou I. Wallerstein, consanguin au capitalisme, et encore plus au capitalisme financier, qui accélère les effets d'agglomération de richesse. Et depuis quelques années, cette question de la segmentation géographique de richesse se double d'une segmentation culturelle et religieuse. Résultat ? Partout, la partition ville/zones rurales mène la danse politique. De ce point de vue, la Turquie est comparable aux États-Unis, au Royaume-Uni, à la France, à la Hongrie et même à la Chine, qui

n'échappe pas aux problèmes d'agglomération de richesse.

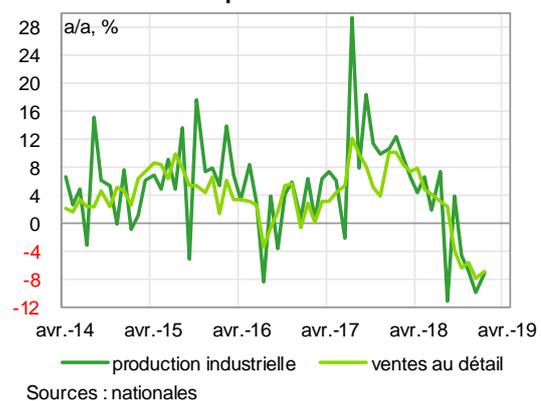
Enfin, il faut rappeler qu'Erdogan avait été élu pour la première fois, en 1994, justement à la mairie d'Istanbul, l'AKP remportant alors ses premiers succès... dans les grandes villes ! Ce que le parti a perdu depuis cette époque ? Sa capacité à incarner une possibilité de réforme et de renouveau.

**Quelles conséquences économiques ?** Une possible pression sur la Banque centrale pour donner plus de priorité au soutien de la croissance. On a d'ailleurs déjà vu cela les dernières années et l'impact a été fort sur les marchés, qui réagissent toujours très vite à la perte d'indépendance des Banques centrales.

Mais la situation est difficile pour les autorités monétaires turques, car l'inflation est forte, à 19,7% en mars. Et les anticipations d'inflation sont reparties à la hausse. Il sera donc difficile de jouer sur le ressort habituel de ce pays après les crises : une reprise par le crédit. D'autant plus que les créances douteuses s'accumulent dans les banques (mais on manque là-dessus de visibilité statistique)... Le seul moteur interne va donc être le budget (technique utilisée en 2017, qui a conduit à la surchauffe de 2018) et les deux premiers mois de 2019 pointent déjà un dérapage fiscal.

Enfin, et contrairement aux cycles précédents, la Turquie ne va pas pouvoir bénéficier d'une forte demande extérieure en Europe, que son tissu de PME est toujours propice à exploiter. Elle va même souffrir du ralentissement du cycle manufacturier mondial, et des difficultés du secteur automobile.

Turquie : activité



**Notre opinion** – *Morale de tout cela : la reprise en V que ce pays connaît habituellement après des accidents de change se profile plutôt en L, avec une récession qui se confirme de plus en plus pour cette année. La volatilité de la monnaie peut aussi se poursuivre, alors même que le déficit courant s'est pourtant réduit. Car la promesse de forte croissance potentielle que représentait ce pays est en train d'être étouffée par la dégradation de la situation politique et la perte de confiance actuelle des investisseurs étrangers. Pour rassurer ces derniers, il faudrait que le plan de réforme présenté bientôt par le gouvernement soit très innovant...*

 **Pologne : révision à la hausse de la croissance du PIB**

La Banque centrale a révisé à la hausse les prévisions de croissance du PIB. Attendu en hausse de 4,5% en 2019, la dynamique de l'activité économique devrait toutefois ralentir à partir de 2020 autour de 3,5%.

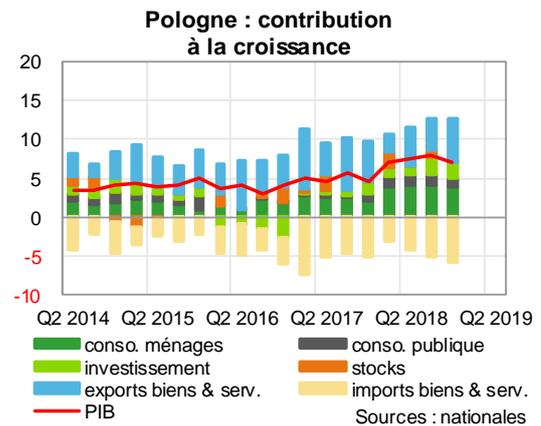
L'explication de cette meilleure performance anticipée est à mettre en lien direct avec la loi des finances votée en début d'année. La redistribution en élargissant la base du programme d'aides aux familles initialement de plus de deux enfants à toutes les familles dès la première naissance va dynamiser la consommation des ménages qui représente environ 55% à 60% du PIB polonais. Une prime exceptionnelle est également prévue pour les retraités.

Des mesures donc qui vont dans le sens du contrat social entre PiS (Droit et Justice) et l'électorat à la veille des élections législatives qui auront lieu probablement à l'automne 2019.

Concrètement, ces mesures qui représentent environ 2% du PIB devraient stimuler la croissance, et nous avons par ailleurs révisé à la hausse à deux reprises la prévision interne de croissance en 2019 (4,3% au lieu de 3,3% prévu antérieurement).

En revanche, le financement de ce pacte fiscal initialement prévu par une redistribution des dépenses budgétaires et un resserrement des impôts sera davantage financé par du déficit budgétaire.

Actuellement à 2% du PIB, le pays garde une certaine marge de manœuvre, mais néanmoins un creusement significatif du déficit pourrait avoir des impacts sur le profil de risque et donc la notation du souverain par les agences de *rating*.



**☑ Notre opinion** – Cette bonne dynamique ne devrait tout de même pas être confondue avec le potentiel de croissance de l'économie polonaise, qui lui n'augmente pas vraiment depuis plusieurs années (estimé autour de 3%). Toutes ces mesures mises en place ressortent d'une vision, somme toute, assez court terme.

Le tissu économique et industriel polonais souffre de l'insuffisance de recherche et d'innovation qui pourrait redynamiser la croissance potentielle même si malgré tout, le secteur industriel polonais s'avère assez résistant à la fluctuation de la demande externe.

Par ailleurs, le renchérissement du coût de la main d'œuvre qui fait diminuer la productivité du travail est aussi un facteur freinant l'évolution de la croissance potentielle de l'économie.

Au final, on remarque que le gouvernement apporte des réponses concrètes à ses chances de réélection, mais beaucoup moins aux défis structurels notamment concernant le modèle de développement économique et de rattrapage des niveaux de vies avec les voisins européens.

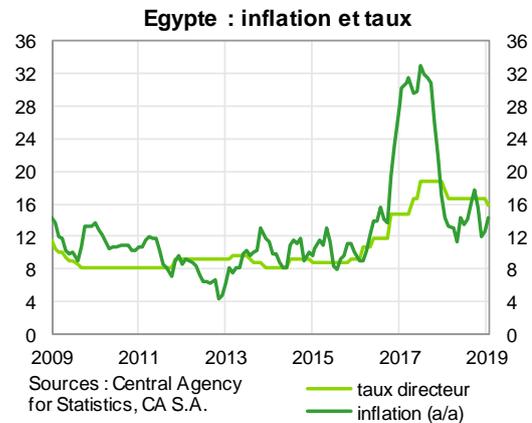
## Afrique du Nord, Moyen-Orient

### Égypte : l'inflation : un risque toujours menaçant et qui ne s'atténue guère

En février 2019, l'inflation est repartie à la hausse à 14,4% a/a et l'inflation sous-jacente (hors alimentation et énergie) s'établit à 9,2%, pour une moyenne respective de 13,5% et de 8,5% au cours des trois mois précédents. Cette dérive excède la cible d'inflation de la Banque centrale qui est de 13% (+/-1%). Les produits et services qui augmentent le plus sont certains produits alimentaires, liés à un petit effet de base (forte chute de l'inflation en février 2018).

Depuis la forte dévaluation de la livre fin 2016, l'inflation n'est jamais passée sous la barre des 12% et s'est établie en moyenne à 21,4% depuis deux ans. Malgré une tradition d'inflation élevée en Égypte, notamment en période de dépréciation du change, la forte inflation constatée est sans doute liée également à la baisse

progressive des subventions compensée par une aide directe aux classes sociales modestes.



**Notre opinion** – Une trop forte inflation empêche les taux de baisser plus significativement (15,75%), ce qui freine la relance du crédit bancaire et maintient les coûts d'emprunt du souverain à un niveau élevé.

### Bahreïn : la balance des paiements se détériore toujours

Les chiffres macro-économiques de Bahreïn à fin 2018 sont peu à peu publiés et ils ne sont pas bons. La balance des paiements tout d'abord. Le déficit courant se creuse à 2,2 Mds USD, soit 6% du PIB. C'est un chiffre de 25% supérieur à la déjà médiocre année 2017 (4,5% du PIB) et la plus mauvaise performance depuis la baisse des prix du pétrole en 2014. Malgré la hausse des recettes pétrolières et gazières due à la remontée des prix, la chute du prix de l'aluminium dont le pays est exportateur, la progression des importations de biens et les sorties de salaires des travailleurs immigrés ont fortement accentué le déficit en 2018. C'est un montant bien supérieur aux estimations de la place qui prévoyaient le déficit du solde courant plutôt autour de 2% à 3% du PIB.

De son côté, le déficit budgétaire atteint 6,5% du PIB en 2018 (mais dans les faits, les dépenses sont de 27% supérieures aux recettes, compte tenu du faible taux de fiscalité). À part quelques baisses cosmétiques de subventions, la seule réforme fiscale adoptée est l'introduction d'une TVA de 5% sur un nombre limité de produits. Le roi a affirmé récemment qu'il n'était pas envisagé de mettre en place un impôt sur le revenu ou sur les sociétés. Les déficits jumeaux vont donc rester encore très élevés en 2018, repoussant d'autant le retour de l'économie à une forme d'équilibre financier. Pour 2019, les perspectives sont ainsi modérément favorables et les déficits devraient s'établir à 5% du PIB pour le solde courant et 4,5% pour le solde budgétaire. L'endettement externe et public est donc amené à progresser à nouveau.

**Notre opinion** – L'aide massive des pays du Golfe (Arabie, Koweït et Émirats) de 10 Mds USD tarde à venir, presque cinq mois après son annonce, et aucun chiffre dans le bilan de la Banque centrale ne permet de constater ce soutien externe. Le Koweït vient d'annoncer la signature formelle d'un accord de soutien. On peut légitimement s'interroger sur les raisons de ce retard qui serait peut-être imputable au délai de mise en place des réformes fiscales demandées par les pays apporteurs de l'aide (sans que celles-ci soient d'ailleurs formellement formalisées).

### Émirats arabes unis : redressement poussif en 2018

Le redressement de la croissance du PIB est resté assez poussif à 1,7% en 2018, après une année 2017 très médiocre à +0,8%, et ce malgré la hausse du prix du pétrole à 72 USD le baril en moyenne sur l'année. De son côté, la croissance de Dubaï s'établit à 1,9%, tirée par les investissements et le secteur de la construction pour la préparation de l'exposition universelle de 2020. Le rebond attendu à plus de 2% ne s'est

pas réalisé, car la consommation des ménages a été un peu bridée par les mesures fiscales introduites pour réduire le déficit budgétaire, le marché de l'immobilier est toujours affecté par une chute des prix issue d'un excès d'offre et l'embargo contre le Qatar a réduit à zéro le commerce bilatéral.

## Afrique sub-saharienne

### Afrique du Sud : Moody's maintient le pays dans la catégorie « investment grade »

L'agence de notation Moody's déjoue les pronostics ; elle maintient la note de l'Afrique du Sud à Baa3 associée à une perspective stable et reste ainsi dans la catégorie « investment grade ». C'est une bonne nouvelle pour le pays qui craignait une dégradation imminente face aux récents problèmes du secteur énergétique (délestages électriques).

Pour expliquer ce maintien, l'agence indique que la notation actuelle est soutenue par une économie

diversifiée, un cadre politique et macro-économique solide et un nombre important d'investisseurs nationaux.

Cependant Moody's a pris note de la crise énergétique et a déclaré que les projets du gouvernement visant à sauver Eskom pourraient s'avérer « insuffisants pour remédier aux problèmes financiers de longue date de la société ».

**☑ Notre opinion** – L'Afrique du Sud peine à sortir de la stagnation. La demande interne est atone et la demande externe est actuellement le seul relais de la (faible) croissance du PIB à 0,8% en 2018. Par ailleurs, la progression des investissements privés restera prudente, alors que se profilent les élections générales de 2019. De plus, les incertitudes liées à la réforme agraire, qui autoriserait les expropriations sans compensation, continueront d'inquiéter. Les problèmes structurels (coupures d'électricité, grèves, entreprises publiques inefficaces) sont importants et freinent le redressement de l'activité à moyen terme.

L'annonce de Moody's a surpris, puisque la stagnation de la croissance – combinée à la hausse récente de l'endettement public – faisait peser le risque de perte de la dernière notation souveraine « investment grade ». Ceci conduirait immédiatement l'Afrique du Sud dans la catégorie des investissements spéculatifs. L'affaire de la crise énergétique inquiète cependant l'agence de notation et l'avenir pour la notation de l'Afrique du Sud reste incertain.

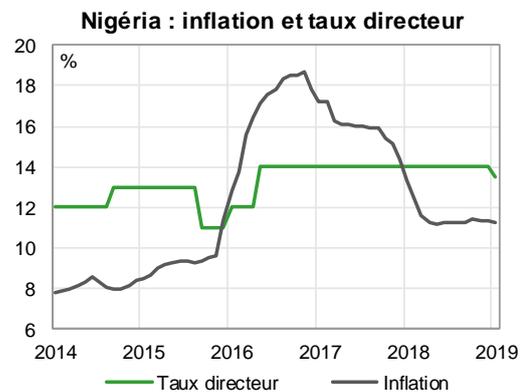
### Nigéria : la Banque centrale abaisse son taux directeur à 13,5%

La Banque centrale du Nigeria (CBN) a abaissé fin mars, son taux directeur de 50 points de base, à 13,5%. Il s'agit de la première réduction du taux directeur depuis novembre 2015. Ce taux était maintenu à 14% depuis juillet 2016 pour soutenir le naira et freiner l'inflation.

La décision du comité de politique monétaire de la banque (MPC) peut être considéré comme contraire à l'objectif de la CBN de soutenir le naira et de contrôler l'inflation qui s'est stabilisée depuis avril 2018 entre 11 et 12%, contre un plafond cible de 6%-9%.

Cependant, le gouverneur de la CBN, G. Emefiele, a déclaré que la décision indiquait une nouvelle direction privilégiant la croissance économique au regard de la relative stabilité actuelle du taux de change et du niveau des prix. L'inflation s'est stabilisée à 11,3% en février, alors qu'elle atteignait encore 14,3% un an plus tôt et le taux de change est quasiment inchangé à 357 NGN/USD fin mars, contre 360 NGN/USD un an

auparavant. Selon lui, la baisse du taux directeur de la CBN doit permettre de stimuler le crédit au secteur privé et ainsi atteindre une croissance du PIB de 2,3% en 2019.

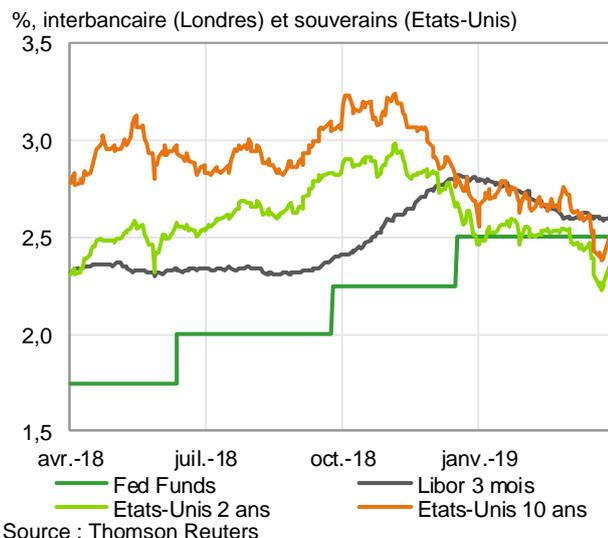


**☑ Notre opinion** – La politique monétaire de la CBN s'éloigne de la cible d'inflation pour se diriger vers une relance monétaire favorisant la croissance économique et tend ainsi à être moins restrictive. L'objectif étant de baisser les coûts du crédit et permettre une relance des investissements du secteur privé dans les activités productives et créatrices d'emplois.

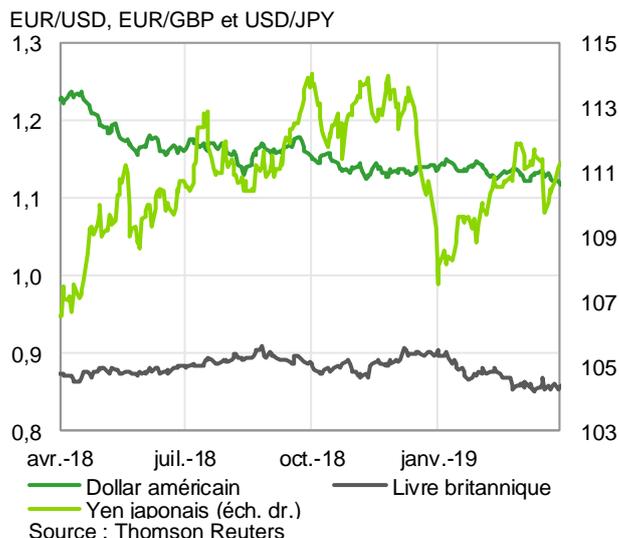
Cependant, les marges de manœuvre de la Banque centrale pour poursuivre une politique monétaire non orthodoxe sont faibles et la transmission du taux directeur à l'économie réel reste assez limité, compte tenu d'un ajustement très modéré de 0,5%. La projection de croissance pour 2019 semble trop optimiste et les risques d'augmentation de l'inflation limiteront les possibilités de réduction supplémentaire du taux directeur. Seuls six des onze membres du MPC ont voté la baisse du taux et le maintien du cap d'une politique monétaire expansive semble un peu fragile.

## Tendances à suivre

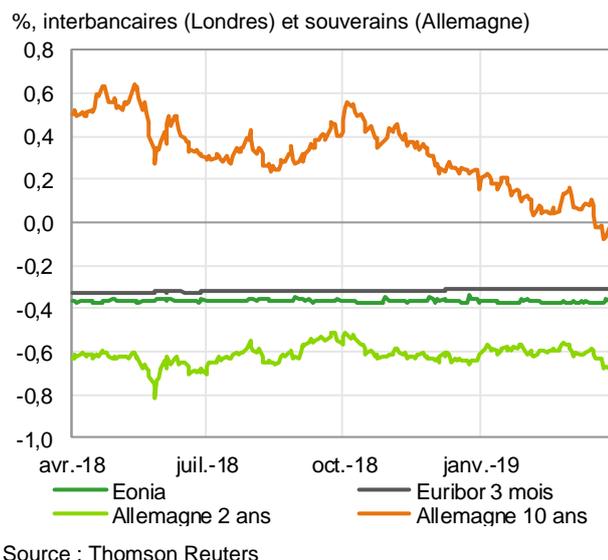
### Taux d'intérêt en dollar américain



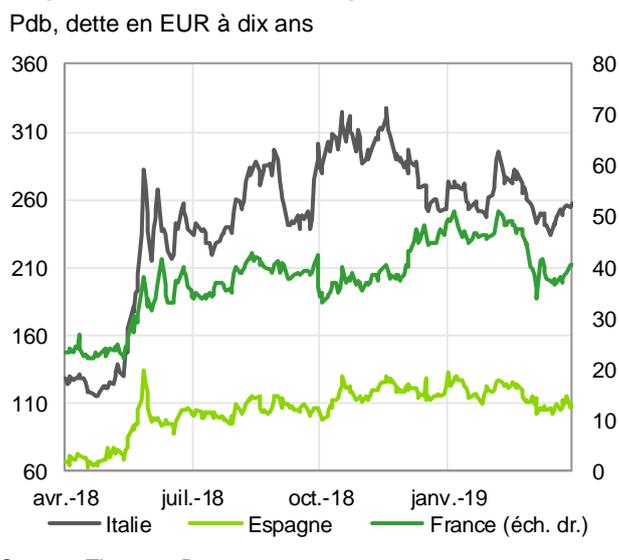
### Taux de change des principales devises



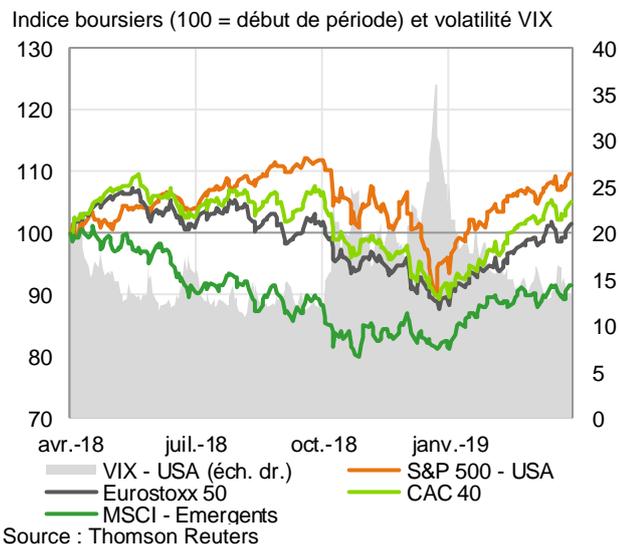
### Taux d'intérêt en euro



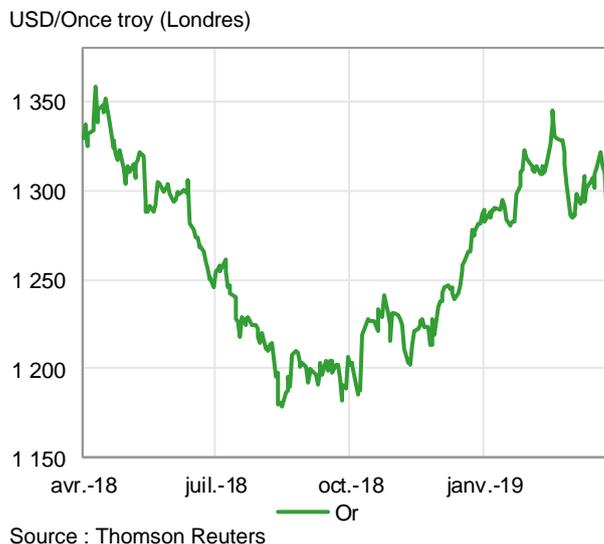
### Spreads souverains européens avec le Bund



### Marché actions

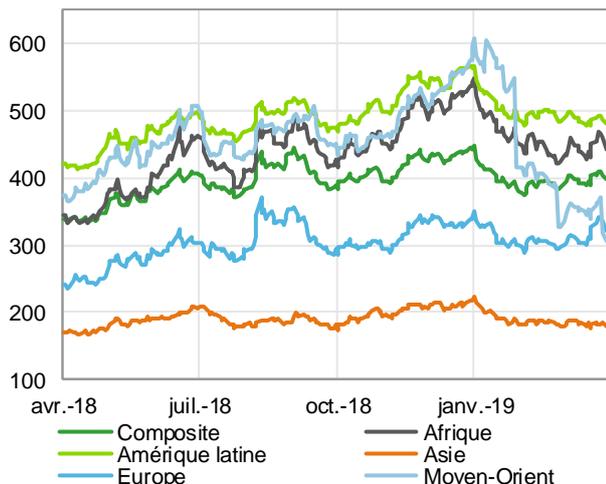


### Cours de l'once d'or



### Spreads souverains émergents avec le T-Bond

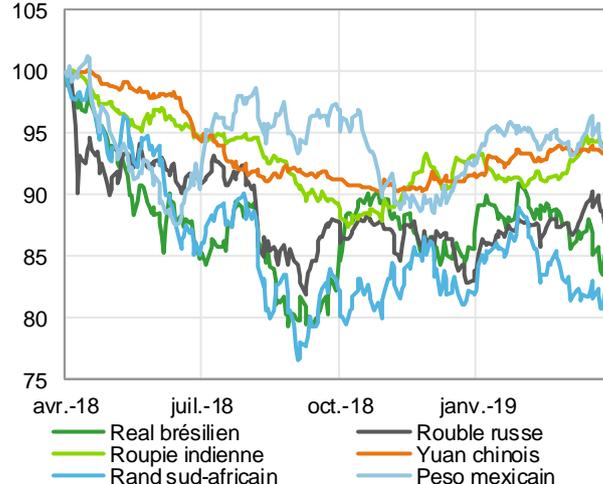
Indices EMBI+ (pdb, dette en USD de plus d'un an)



Source : JP Morgan

### Devises émergentes

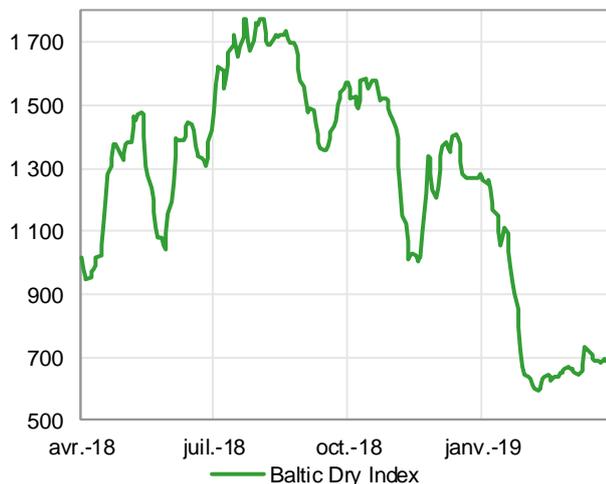
/USD (indice 100 = début de période)



Source : Thomson Reuters

### Coût du transport maritime de vrac sec

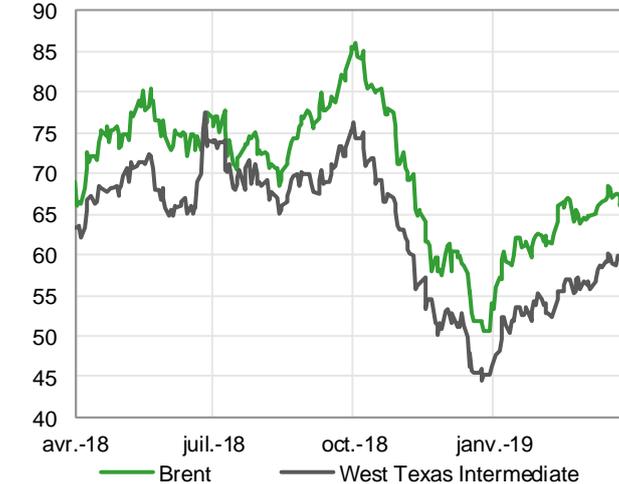
Baltic Dry Index (USD/point)



Source : Baltic Exchange

### Cours du baril de pétrole brut en USD

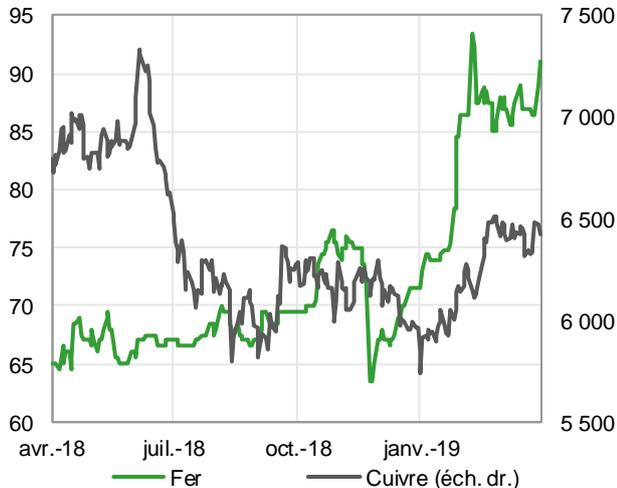
Brent (mer du Nord) et WTI (golfe du Mexique)



Source : Thomson Reuters

### Cours des métaux

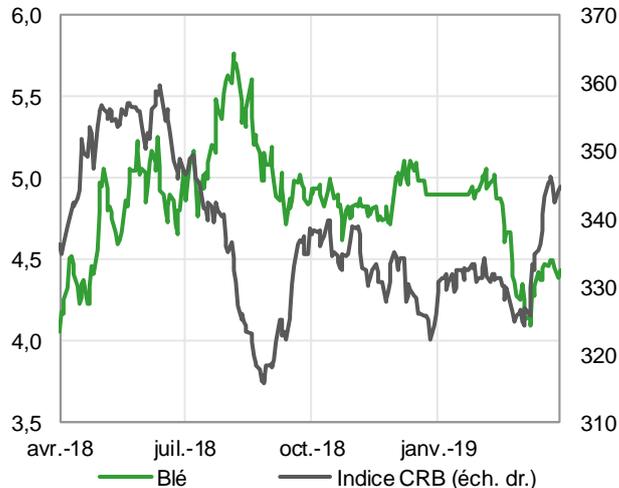
USD/tonne métrique



Sources : Steel Home, London Metal Exchange

### Agriculture

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



Sources : USDA, CRB

## Scénario économique du Groupe Crédit Agricole S.A.

	PIB (a/a, %)			Inflation (a/a, %)			Balance courante (% du PIB)		
	2018	2019	2020	2018	2019	2020	2018	2019	2020
<b>Etats-Unis</b>	2,9	2,6	1,8	2,4	2,0	2,4	-2,4	-2,9	-3,0
<b>Japon</b>	0,8	0,5	0,5	0,8	0,7	1,5	3,5	2,7	3,1
<b>Zone euro</b>	1,8	1,4	1,6	1,8	1,3	1,3	3,2	3,2	3,1
<b>Allemagne</b>	1,5	1,1	1,5	1,9	1,4	1,7	7,6	7,1	6,9
<b>France</b>	1,5	1,5	1,4	2,1	1,2	1,3	-1,1	-1,0	-1,0
<b>Italie</b>	0,8	0,1	0,9	1,2	0,9	0,8	1,8	1,8	1,7
<b>Espagne</b>	2,5	2,3	2,1	1,7	1,0	1,1	1,4	1,8	1,7
<b>Pays-Bas</b>	2,5	2,0	2,1	1,6	2,4	1,1	9,8	9,9	9,9
<b>Belgique</b>	1,4	1,5	1,4	2,3	1,4	1,5	-0,4	-0,4	-0,5
<b>Autres pays développés</b>									
<b>Royaume-Uni</b>	1,3	1,4	1,4	2,4	2,2	2,1	-3,9	-3,5	-3,8
<b>Canada</b>	1,8	1,5	1,8	2,3	1,7	2,0	-2,8	-2,6	-2,5
<b>Australie</b>	3,2	2,8	2,7	2,2	2,3	2,5	-2,8	-3,1	-3,0
<b>Suisse</b>	2,5	1,7	1,6	0,9	0,9	1,0	10,0	9,8	10,0
<b>Suède</b>	2,3	1,7	2,0	2,1	1,8	1,6	3,1	3,0	2,9
<b>Norvège</b>	2,5	2,5	1,8	2,7	2,2	2,0	8,3	7,4	6,5
<b>Asie</b>	6,0	5,9	5,7	2,5	2,5	2,7	0,9	0,5	0,3
<b>Chine</b>	6,6	6,4	6,0	2,1	2,1	2,2	0,4	0,1	-0,1
<b>Inde</b>	6,7	7,3	7,1	3,6	3,4	4,1	-1,9	-2,7	-2,8
<b>Corée du Sud</b>	2,6	2,5	2,5	1,6	1,8	1,9	4,5	4,3	4,0
<b>Indonésie</b>	5,2	5,1	5,1	3,2	3,9	3,5	-2,8	-2,5	-2,3
<b>Taiwan</b>	2,7	2,4	2,4	1,6	1,4	1,3	13,0	12,4	12,0
<b>Thaïlande</b>	4,1	3,8	3,7	1,1	1,3	1,4	7,2	6,5	6,0
<b>Malaisie</b>	4,7	4,5	4,5	1,1	1,8	2,0	3,0	2,7	2,9
<b>Singapour</b>	3,3	2,8	2,7	0,6	1,2	1,3	19,1	19,0	18,0
<b>Hong Kong</b>	3,2	2,3	2,6	2,4	2,2	2,2	3,7	3,5	3,5
<b>Philippines</b>	6,3	6,4	6,5	5,4	4,5	3,9	-1,7	-1,5	-1,3
<b>Vietnam</b>	6,9	6,5	6,5	3,6	3,9	4,1	3,2	2,0	2,0
<b>Amérique latine</b>	1,2	1,7	2,4	9,4	6,8	5,9	-1,8	-1,5	-1,9
<b>Brésil</b>	1,1	1,8	2,6	3,8	3,8	4,0	-1,0	-1,2	-1,8
<b>Mexique</b>	2,0	1,6	1,6	4,4	3,7	3,5	-1,5	-1,2	-1,5
<b>Argentine</b>	-2,2	0,1	2,2	47,0	28,0	21,0	-4,0	-2,0	-2,1
<b>Colombie</b>	2,7	3,3	3,3	3,2	3,6	3,0	-3,2	-3,0	-2,7
<b>Europe émergente</b>	3,1	1,5	2,5	6,5	6,9	5,5	1,3	1,1	0,3
<b>Russie</b>	2,3	1,6	1,6	4,3	5,0	4,0	5,0	4,5	3,5
<b>Turquie</b>	3,3	-2,0	3,8	16,5	18,0	14,0	-3,8	-3,7	-5,1
<b>Pologne</b>	5,1	3,7	3,5	1,6	1,5	2,0	-0,7	-1,0	-1,2
<b>Rép. Tchèque</b>	3,0	3,0	2,8	2,1	2,5	2,0	0,7	0,5	0,5
<b>Roumanie</b>	4,1	3,2	3,0	4,6	3,0	2,8	-4,7	-4,5	-4,5
<b>Hongrie</b>	4,9	3,2	2,8	2,8	3,0	3,0	1,8	2,0	1,8
<b>Ukraine</b>	3,2	2,9	3,0	10,0	7,2	5,7	-3,3	-3,2	-3,5
<b>Afrique, Moyen-Orient</b>	2,0	1,6	2,5	8,4	10,0	7,4	2,6	2,2	2,2
<b>Arabie Saoudite</b>	2,0	2,5	2,3	2,6	2,0	2,0	8,1	8,2	7,5
<b>Emirats Arabes Unis</b>	2,8	3,1	3,8	3,7	3,0	2,5	9,0	8,0	7,3
<b>Afrique du Sud</b>	0,5	1,5	2,0	4,7	5,2	5,5	-3,5	-3,4	-3,3
<b>Egypte</b>	5,3	5,2	5,4	15,0	13,0	10,0	-2,0	-1,9	-1,1
<b>Algérie</b>	2,5	2,5	2,5	4,2	5,8	6,3	-6,0	-6,2	-5,1
<b>Qatar</b>	2,0	2,2	2,5	0,5	3,0	2,5	8,0	8,1	7,5
<b>Koweït</b>	3,0	3,0	2,8	0,9	1,5	2,2	13,0	11,0	9,8
<b>Maroc</b>	3,5	3,3	3,8	2,0	2,0	2,2	-4,0	-3,8	-3,6
<b>Tunisie</b>	2,5	2,2	2,5	7,2	5,0	4,3	-9,8	-9,7	-8,5
<b>Total</b>	3,5	3,2	3,2	3,5	3,3	3,1			
<b>Pays industrialisés</b>	2,2	1,9	1,6	2,0	1,6	1,9			
<b>Pays émergents</b>	4,4	4,2	4,4	4,7	4,6	4,1			

MAJ le 03/04/2019

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

Consultez nos dernières parutions en accès libre sur Internet :

Date	Titre	Thème
29/03/2019	<u>Monde - L'actualité de la semaine</u>	Monde
25/03/2019	<u>PRISME – L'analyse de la conjoncture et de l'actualité agricole et agroalimentaire du Crédit Agricole</u>	Agriculture, Agroalimentaire
22/03/2019	<u>Monde - L'actualité de la semaine</u>	Monde
20/03/2019	<u>France - Travail temporaire : tendances à fin mars 2019</u>	France, Sectoriel
15/03/2019	<u>Monde - L'actualité de la semaine</u>	Monde
13/03/2019	<u>France – Établissements de santé : Tendances à mi-mars 2019</u>	France, Sectoriel
12/03/2019	<u>Italie – Conjoncture : Bilan macroéconomique et bancaire</u>	Italie, Macro-éco, Banques
13/02/2019	<u>ECO Tour 2019 : Perspectives économiques des grands secteurs de l'industrie en France</u>	Sectoriel, Macroéconomie
11/02/2019	<u>France – Immobilier résidentiel : évolutions récentes et perspectives 2019</u>	France, Immobilier
30/01/2019	<u>France – Comptes trimestriels T4 2018 : une croissance du PIB légèrement meilleure qu'attendu</u>	France
28/01/2019	<u>France – Marché du travail : freinage des créations d'emploi en 2018-2019</u>	France
21/01/2019	<u>Allemagne – Scénario 2019-2020 : vers une normalisation du rythme de croissance</u>	Allemagne
16/01/2019	<u>France – Scénario 2019-2020 : pouvoir d'achat plus dynamique, mais nette dégradation des indicateurs</u>	France
21/12/2018	<u>Monde – Scénario macro-économique 2019-2020 : de nombreux virages à bien négocier</u>	Monde

### Études Économiques Groupe – Crédit Agricole S.A.

12, place des États-Unis – 92127 Montrouge Cedex

**Directeur de la publication :** Isabelle JOB-BAZILLE

**Rédacteur en chef :** Armelle SARDA

**Zone euro :** Ticiano BRUNELLO, Olivier ELUERE, Ludovic MARTIN, 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 :** Sylvain LACLIAS

**Amérique latine :** Catherine LÉBOUGRE

**Afrique du Nord, Moyen-Orient :** Olivier LE CABELLEC

**Afrique sub-saharienne :** Anne-Lise AURICHE

**Documentation :** Dominique PETIT, Elisabeth SERREAU

**Statistiques :** Robin MOURIER

**Réalisation et Secrétariat de rédaction :** Fabienne PESTY

**Contact :** [publication.eco@credit-agricole-sa.fr](mailto:publication.eco@credit-agricole-sa.fr)

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

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

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

**Android :** application [Études ECO](#) disponible sur Google Play

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