

Perspectives

Hebdomadaire – N°19/184 – 25 octobre 2019

MONDE – L'actualité de la semaine

Les marchés font une pause

Après le regain d'optimisme ces dernières semaines, les marchés sont restés prudents, malgré quelques nouvelles encourageantes concernant les négociations sino-américaines, la publication de résultats globalement meilleurs que prévu des entreprises du S&P500 et la possibilité d'une nouvelle extension du *Brexit*. C'est le cours de l'or noir qui a enregistré les mouvements les plus marqués : une hausse de 3,8% sur la semaine en raison d'une baisse surprise des stocks de pétrole aux États-Unis et une panne de pipeline en Mer du Nord.

En zone euro, la réunion de la BCE du mois d'octobre n'a pas donné lieu à des annonces majeures côté politique monétaire, mais restera dans l'histoire comme la dernière réunion présidée par Mario Draghi après huit ans de bons et loyaux services. Comme anticipé, les taux directeurs et la *forward guidance* ont été laissés inchangés. La BCE a confirmé ses intentions de redémarrage des achats d'actifs en novembre et M. Draghi a souligné le caractère unanime des décisions prises en septembre. Les données récentes justifient ces mesures avec l'apparition de signes de contagion depuis le secteur manufacturier vers le secteur des services. Les indices PMI de climat des affaires pour le mois d'octobre publiés cette semaine confirment ces inquiétudes, en particulier en Allemagne. Le secteur industriel allemand demeure en récession et le PMI composite est en territoire de contraction pour le deuxième mois consécutif. Néanmoins, les PMI confirment que la zone euro dans son ensemble devrait éviter la récession à court terme. On note en particulier la bonne surprise des PMI France qui signalent une accélération de la croissance dans l'Hexagone.

Aux États-Unis, les commandes de biens durables ont déçu, affichant une baisse de 1,1% au mois de septembre. Les commandes de biens d'équipement en particulier ont chuté de 3,1% sur le mois. A cela s'ajoutent de mauvais chiffres sur les ventes de maisons. De quoi conforter des anticipations de baisse de taux par la Réserve fédérale lors du

FOMC de la semaine prochaine. La modeste hausse surprise du PMI manufacturier en octobre (à 51,5 depuis 51,1) et de celui des services (à 51,0 depuis 50,9) n'est pas susceptible de changer les anticipations. Le dollar reste sur une tendance baissière. L'EUR/USD est globalement stable sur la semaine (-0,3%) mais affiche une hausse de 1,6% sur un mois.

Au Royaume-Uni, le bras de fer entre le Premier ministre et la Chambre des communes continue. Cette semaine aura été marquée par le vote surprise mardi par les parlementaires d'un accord « de principe » sur l'accord de retrait signé le 17 octobre dernier entre l'UE et le gouvernement britannique. Une majorité confortable de 30 voix a émergé, laissant croire en la possibilité d'une sortie ordonnée aux termes de l'accord de Boris Johnson, mais non sans nécessiter une nouvelle extension de l'Article 50. La Chambre des communes a en effet rejeté le calendrier accéléré proposé par Boris Johnson, rendant impossible une sortie de l'UE d'ici le 31 octobre. La balle est donc dans le camp des Européens qui doivent se mettre d'accord sur la durée d'une nouvelle extension de l'Article 50. La livre sterling est restée sous pression et termine la semaine en baisse à la fois contre le dollar et contre l'euro. L'incertitude politique n'est pas prête à se dissiper avec le vote lundi prochain sur une motion proposée par Boris Johnson pour des élections anticipées. Notre scénario, tablant sur une nouvelle extension et des élections anticipées d'ici la fin de l'année, reste donc de mise.

☞ Les marchés font une pause	1
☞ Zone euro : les PMI Flash confirment la résistance de la France malgré le ralentissement de ses voisins	2
☞ France : le climat des affaires reste favorable malgré un recul dans l'industrie.....	2
☞ Brexit : le bras de fer continue.....	4
☞ Chili : quand la coupe est pleine.....	5
☞ Liban : une crise sociale et politique plus qu'alarmante.....	7

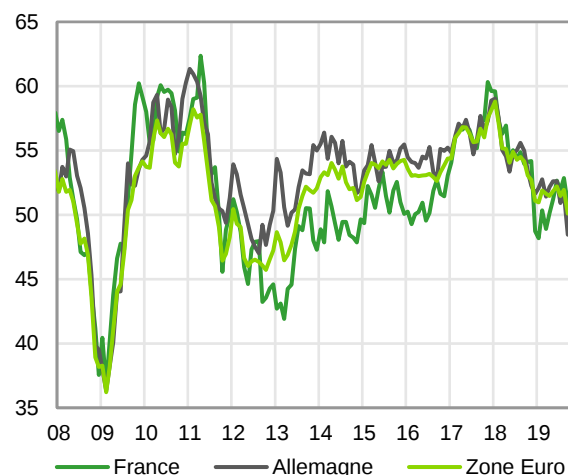
Zone euro

Zone euro : les PMI Flash confirment la résistance de la France malgré le ralentissement de ses voisins

En France, les enquêtes PMI d'octobre ont surpris favorablement, progressant légèrement dans l'industrie manufacturière à 50,5 après 50,1 en septembre et gagnant 1,8 point dans le secteur des services à 52,9, en net rebond après la baisse du mois de septembre. Les données sont nettement moins positives en Allemagne et dans le reste de l'Europe. Alors qu'une reprise était attendue, le PMI des services en Allemagne a déçu et reste quasi stable à 51,2 en octobre après 51,4 au mois de septembre. Le PMI allemand dans le secteur manufacturier déçoit également et reste à un niveau très faible, en zone de contraction à 41,9 (contre 41,7 en septembre). Ainsi, la faiblesse du secteur manufacturier, avec un PMI inférieur à 45 depuis désormais 8 mois, semble peu à peu se transmettre au reste de l'économie. Les chiffres des deux plus grandes économies fournissent des perspectives mitigées pour l'ensemble de la zone. Dans la zone euro, l'indice du secteur manufacturier reste stable à 47 et celui des services ne gagne que 0,2 point à 51,8 ce qui indique des indices PMI probablement

en baisse dans les autres pays de la zone et, notamment, en Espagne et en Italie au mois d'octobre.

PMI Composite



Source : IHS Markit, Crédit Agricole S.A.

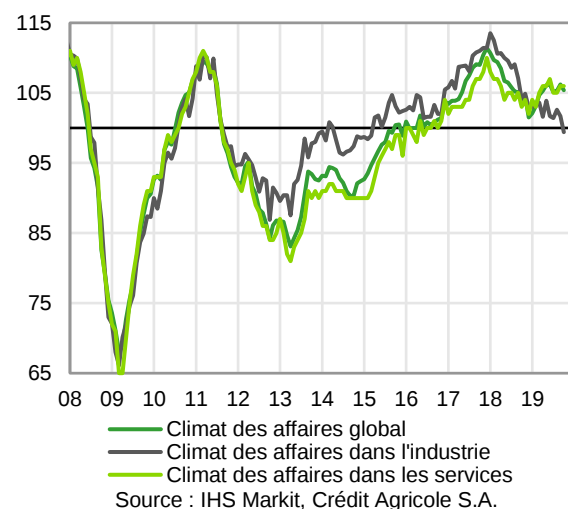
✓ Notre opinion – *Malgré une baisse du climat des affaires dans l'industrie selon l'Insee, les chiffres des PMI confirment la solidité de l'économie française, encore une fois particulièrement soutenue par la demande domestique comme le montre la bonne tenue du PMI dans le secteur des services. Les bons chiffres du mois d'octobre permettent ainsi d'envisager une croissance solide au quatrième trimestre.*

Dans le reste de la zone euro et en particulier en Allemagne, les enquêtes auprès des directeurs d'achats sont moins rassurantes. En particulier, le PMI des services allemand reste sur une tendance baissière, suggérant ainsi que la faiblesse de l'activité dans l'industrie se transmet au reste de l'économie. Si les indicateurs de commandes sont en hausse dans l'industrie en octobre, ils restent à des niveaux faibles suggérant une reprise très lente de l'activité outre-Rhin.

France : le climat des affaires reste favorable malgré un recul dans l'industrie

En octobre, le climat des affaires perd un point à 105 mais reste au-dessus de sa moyenne de long terme (100). La baisse du climat des affaires est uniquement due au recul dans l'industrie. En effet, l'indicateur du climat des affaires dans l'industrie perd 3 points et passe sous sa moyenne de long terme, à 99. Ce déclin résulte notamment d'une baisse du solde d'opinion sur la production passée en lien avec le mauvais chiffre de la production industrielle au mois d'août (-0,9% sur un mois). Les soldes d'opinion concernant les carnets de commande sont également en baisse, après deux mois consécutifs d'amélioration. Malgré un léger repli, la composante sur l'évolution prévue des effectifs reste bien au-dessus de sa moyenne de long-terme. Les indicateurs des autres secteurs (services, bâtiment, commerce de détail) restent stables, au-dessus de leurs moyennes historiques ce qui confirme le dynamisme de la demande intérieure et son rôle de moteur de la croissance.

Climat des affaires (INSEE)



Source : IHS Markit, Crédit Agricole S.A.

De plus, même si l'indicateur de l'Insee recule dans l'industrie, les résultats des enquêtes d'IHS Markit

auprès des directeurs d'achat pour le mois d'octobre sont bien plus favorables. Les enquêtes PMI indiquent une nette accélération de l'activité dans le secteur des services (+1,8 point à 52,9) et une légère reprise dans le secteur manufacturier où l'indice

atteint 50,5 après 50,1 en septembre. De plus, les composantes des commandes et de l'emploi repartent à la hausse, indiquant des perspectives d'activité favorables dans les mois à venir.

☑ **Notre opinion** – *La baisse du climat des affaires dans l'industrie manufacturière suggère une faible croissance de la production manufacturière en France après les chiffres décevants du mois d'août. Néanmoins, d'autres enquêtes de conjoncture envoient des signaux différents. Le PMI manufacturier a notamment progressé au mois d'octobre en France. Dans les deux cas, ces enquêtes mettent en relief la déconnexion croissante entre la demande domestique (avec des niveaux élevés dans les services, par exemple) et l'activité industrielle, plus touchée par la faiblesse de la croissance mondiale. De plus, le ralentissement de l'activité dans l'industrie ne semble pas s'étendre au reste de l'économie jusqu'à présent. Ceci confirme notre scénario d'une croissance soutenue en premier lieu par la demande intérieure et, en particulier, par la consommation des ménages dans les trimestres à venir.*

Royaume-Uni

Brexit : le bras de fer continue

La Chambre des communes a donné mardi son accord « de principe » sur l'accord de retrait signé le 17 octobre dernier entre l'UE et le gouvernement britannique. Une majorité confortable de 30 voix a émergé de manière inattendue, résultant de la réunification surprise du groupe des ultra-conservateurs et des indépendants, rejoints par dix-neuf rebelles du camp des travaillistes. Cependant, dans la foulée, la Chambre des communes a rejeté le calendrier accéléré proposé par Boris Johnson, rendant impossible une sortie de l'UE d'ici le 31 octobre. Le PM a demandé un nouveau report à l'UE contre son gré et la balle est donc dans le camp des Européens qui doivent se mettre d'accord sur la durée d'une nouvelle extension de l'Article 50. Donald Tusk a donné son feu vert pour la date du 31 janvier 2020 mais certains leaders européens,

notamment Emmanuel Macron, souhaitent une extension plus courte. L'idée d'une « flexextension » a émergé côté irlandais. La décision est attendue en début de semaine prochaine. En parallèle, la probabilité d'élections législatives d'ici la fin de l'année a augmenté après la proposition jeudi soir de B. Johnson pour une troisième tentative de faire voter une motion pour des élections anticipées, ce qui nécessite deux tiers des votes du parlement. La date proposée est le 12 décembre. Le pari est risqué mais les sondages sont favorables au parti conservateur et le leader des travaillistes Jeremy Corbyn n'aura plus de raison de la rejeter si l'UE accorde une extension suffisamment longue pour permettre une ratification en bonne et due forme de l'accord et, en cas d'échec, le risque de *no-deal* aura été reporté à la période post-élections.

✓ Notre opinion – Ces événements confortent notre scénario d'une nouvelle extension de l'article 50 et des nouvelles élections avant la fin de l'année. Si la probabilité d'une sortie selon les termes de l'accord de Boris Johnson a augmenté, moyennant une nouvelle et dernière extension, des risques significatifs subsistent. D'abord, la possibilité pour les parlementaires de voter des amendements, notamment pour maintenir le pays dans l'union douanière de l'UE, contrairement à l'esprit de l'accord de retrait, et pour un référendum confirmatoire. Ces amendements n'ont pas été votés par le passé et rien n'indique qu'ils vont passer cette fois-ci, mais ils constituent des risques susceptibles de compromettre tout le processus de sortie. Enfin, une dissolution du parlement pour la tenue de nouvelles élections nécessite deux tiers des voix, un seuil difficile d'accès.

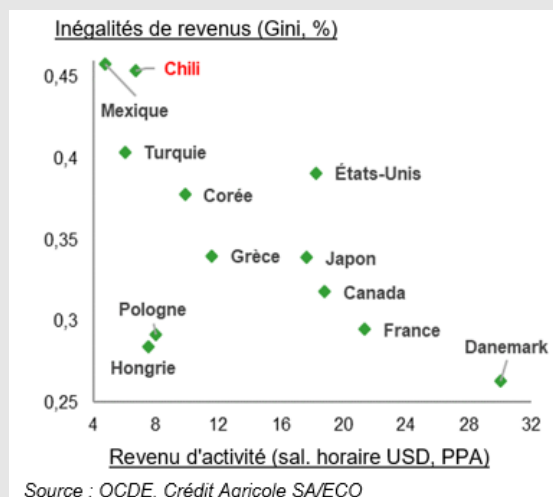
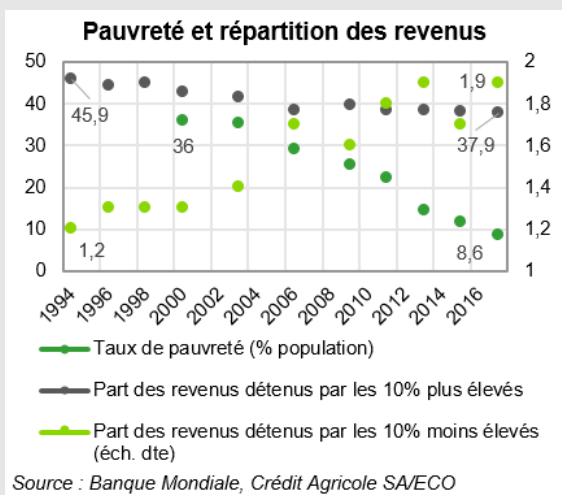
Amérique latine

Chili : quand la coupe est pleine

Le Chili est en proie à des manifestations sévères. Suscitées par l'augmentation du prix du ticket de métro, les revendications se sont rapidement étendues à des questions plus vastes (retraites, éducation, santé, justice sociale). Le président S. Piñera a suspendu la hausse des tarifs : sans succès. Le couvre-feu a été instauré dans les grandes villes et l'État d'urgence déclaré. Pour tenter de mettre un terme à l'escalade (appel à la grève générale), après avoir rencontré les membres de la coalition au pouvoir et de l'opposition, S. Piñera a annoncé plusieurs mesures dont : augmentation immédiate de 20% de la pension minimale, baisse

du coût des soins de santé et des médicaments pour les pauvres, revalorisation du salaire minimum (de près de 16% à 350 000 CLP/mois, soit 430 euros), réduction de la hausse de 9,2% des tarifs de l'électricité prévue pour janvier 2020, baisse des salaires des fonctionnaires les mieux payés, création d'une nouvelle tranche supérieure d'imposition sur le revenu des personnes physiques de 40%, soutien aux gouvernements municipaux dans les régions les plus pauvres. Santiago accueille les dirigeants de l'APEC en novembre et la COP25 en décembre.

✓ Notre opinion – Réputé pour sa gouvernance, la solidité des institutions et sa politique économique prudente (croissance soutenue sans déséquilibres, ciblage crédible de l'inflation, change flexible, dette publique faible), le Chili jouit d'une image d'excellente gestion, notamment auprès des investisseurs peu enclins à s'affoler de la médiocrité des indicateurs sociaux. Le modèle libéral chilien, introduit à la suite du coup d'État de 1973 dans sa version très « pure », a en effet produit des résultats économiques indéniablement satisfaisants, sans toutefois réussir à suffisamment promouvoir la diversification hors du secteur du cuivre. Le modèle, se traduisant notamment par une grande flexibilité du marché du travail et un rôle de l'État réduit au minimum, a survécu au retour à la démocratie : objet d'un consensus prudent, il a fait l'objet d'amendements « techniques » sans que sa philosophie ne soit profondément remise en question. Ce modèle libéral se superpose, en outre, à une société caractérisée par la tradition et la hiérarchie¹. Aussi les progrès enregistrés en termes de distribution des revenus et des richesses se sont-ils très insuffisamment améliorés. Si les politiques sociales ont permis de faire reculer le taux de pauvreté (notamment d'extrême pauvreté) et d'améliorer les conditions de vie des plus démunis, la distribution des bénéfices du développement reste fortement inégalitaire et les opportunités de progression sociale extrêmement minces (voire inexistantes). La sortie de la pauvreté s'est accompagnée d'une augmentation des emplois très peu qualifiés et évidemment mal payés. L'emploi informel reste élevé : un marché du travail et une structure sociale qui contribuent au développement tant de la précarité que du sentiment de précarité et d'exclusion.



Quelques indicateurs simples mais éclairants. Le taux de pauvreté a significativement diminué (de 36% de la population en 2000 à 8,6% aujourd'hui). Selon l'OCDE (au sein des pays couverts), si le record des injustices sociales (mesurées par le coefficient de Gini) revient à l'Afrique du Sud (0,62), le Chili se place en 3^e position (0,45) juste derrière le Mexique (0,46). Toujours selon l'OCDE, alors que les 10% les plus pauvres de la population récoltent moins de 2% de la richesse nationale, les 10% les plus riches en captent 46% (avec une extrême concentration des très grandes fortunes puisque, selon l'ONU, le petit 1% des plus aisés représente 25% de la richesse). Le taux d'emploi est assez élevé (nombre des actifs/population en âge de travailler : 62,4% contre 68,7% pour la moyenne OCDE) et le taux d'emploi non salarié s'établit à

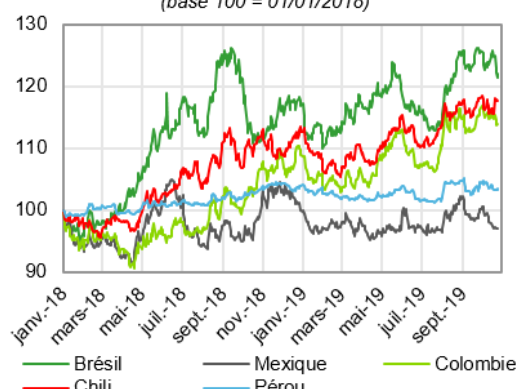
27,1% (le record est détenu par la Colombie à 52%). En revanche, le taux d'emploi des jeunes (15-24 ans) qui renseigne notamment sur la facilité à rentrer sur le marché du travail à la fin de la scolarité est faible (25,7% contre 42,3% pour la moyenne OCDE). Enfin, les dépenses sociales représentent 10,9% du PIB (la moyenne de l'OCDE se situe à 20,1% et le taux le plus bas est enregistré au Mexique à 7,5%).

Le second mandat (2014-2018) de l'ex présidente, Michelle Bachelet à la tête d'une coalition élargie, se voulait ambitieux avec des projets de réformes (fiscalité, éducation, réforme de la constitution). Emaillé de scandales de corruption achevant de discréditer la classe politique, son second mandat (au cours duquel auront été enregistrés deux progrès : une réforme fiscale et la fin du scrutin binominal) se terminera avec un taux d'approbation très faible (23%). Son premier mandat, 2006-2010 s'était achevé sur un taux d'approbation de 78%. A la suite de son élection à la présidence (confortable avec 54,5% des voix face au candidat de gauche) et de son investiture en mars 2018, le candidat conservateur Sebastian Piñera (déjà président de 2010 à 2014) a lancé cinq grands « chantiers » visant notamment à lutter contre la pauvreté (enfance, santé, développement en général mais aussi sécurité publique et « paix en Araucanie »). Les lacunes du système éducatif, la faiblesse de la productivité du travail et les inégalités de revenus constituent bien des obstacles structurels au développement, des freins à l'obtention d'un potentiel de croissance supérieur et robuste. Avant même que n'éclatent les manifestations, les attentes se faisaient pressantes alors que peu de progrès concrets sur les réformes annoncées (code du Travail, fiscalité, retraite et santé) avaient été réalisés, dans un environnement politique plus complexe notamment marqué par un congrès divisé. Les mesures qui viennent d'être annoncées vont évidemment dans le bon sens mais représentent encore bien peu au regard des progrès à accomplir. Or, l'État a les moyens : c'est d'ambition politique qu'il s'agit.

La Banque centrale a réduit son taux directeur de 25 pb (à 1,75%). Compte tenu de l'impact dépressif sur la croissance des turbulences actuelles et d'une inflation toujours très basse, ce mouvement augure d'autres baisses et de la mise en œuvre d'une politique nettement accommodante. Celle-ci est en outre facilitée par « la bienveillance » des marchés. Au cours de la semaine écoulée, le peso (qui n'a de toute façon pas à être défendu) est quasiment stable (-0,02% contre USD) tout comme les spreads (133 pb) sur la dette externe, modeste (fin 2018, la position internationale nette est débitrice de 70 Mds USD pour un passif total vis-à-vis du reste du monde de 437 Mds USD soit 147% du PIB répartis en investissements directs dont prêts inter-entreprises, investissements de portefeuille et dettes à hauteur de, respectivement, 64%, 22% et 14%).

USD vs devises latino-américaines

(base 100 = 01/01/2018)



Source : Bloomberg, Crédit Agricole SA/ECO

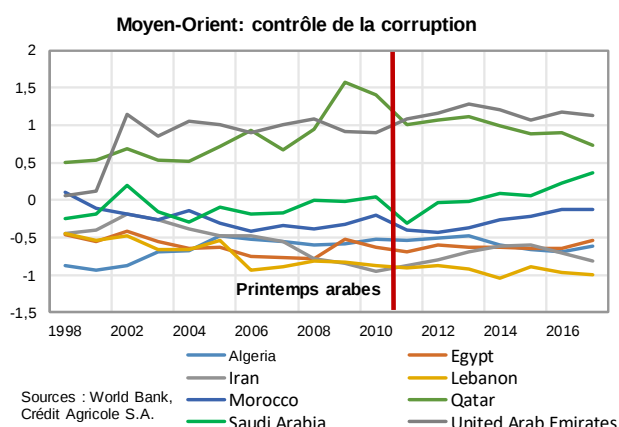
1/ « Le "modèle" chilien » : des ruptures en trompe-l'œil », Problèmes d'Amérique latine (2016, N° 102)

Afrique du Nord, Moyen-Orient

Liban : une crise sociale et politique plus qu'alarmante

Un projet de taxation des connexions internet réputées gratuites ont lancé des centaines de milliers de manifestants dans les rues de Beyrouth et des principales villes du Liban, provoquant le retrait de la loi controversée mais sans parvenir à calmer la colère des Libanais contre leur gouvernement. Les manifestations (multiconfessionnelles, une situation rare dans le pays et qui illustre la profondeur de la crise) sont effectivement dirigées contre les gouvernants qui n'ont pas réussi à améliorer les conditions de vie précaires du peuple libanais depuis de nombreuses années : distribution d'eau et d'électricité aléatoire, crise du ramassage des ordures ménagères, sous-emploi élevé et absence de perspectives pour les jeunes.

Le gouvernement Hariri a obtenu du Parlement un vote pour la mise en place de réformes d'urgence et l'approbation du budget 2020, mais cette décision n'a pas suffi à calmer la colère de la population qui continue de bloquer le pays depuis six jours et qui demande un profond renouvellement de la classe politique.



Les principales revendications des manifestants sont la restauration des services publics dont la déliquescence est patente depuis dix ans, la lutte contre la corruption et le jugement des personnalités qui ont

profité ou profitent encore de leur position privilégiée à des fins d'enrichissement personnel.

Effectivement, tous les instituts d'analyse (*Transparency*, Banque mondiale, *Doing Business*) convergent vers la même conclusion : en quelques années, le Liban est devenu l'un des pays du Moyen-Orient où la gouvernance est la plus mauvaise.

Enfin, de nombreux signaux d'alerte se sont allumés au cours des derniers mois :

- ✓ La croissance du PIB, après une très mauvaise performance en 2018 (croissance quasi zéro à +0,2%), devrait rester inférieure à 1% cette année, ce qui obère totalement le respect des objectifs, pourtant assez laxistes, de déficit budgétaire à 7,6% du PIB en 2019. Une prévision de 10% est plus réaliste.
- ✓ La chute de l'épargne des ménages à 2% du PIB et la baisse des dépôts en devises dans les banques commerciales depuis le début de l'année indique que la confiance de la population locale mais aussi celle de la diaspora est probablement en train de s'effriter.
- ✓ Cette contraction des dépôts en devises est désormais compensée par un soutien en liquidité de la Banque du Liban (BdL) qui dispose encore de larges réserves en devises de 55% du PIB. Cette dernière est elle-même déjà créancière à plus de 30% de la dette publique (heureusement en monnaie locale) selon un schéma de monétisation du déficit budgétaire qui n'a fait que repousser les réformes.
- ✓ Pour finir, le système bancaire, probablement un peu hypertrophié, a été très fortement bénéficiaire du schéma d'emprunts souverains fortement rémunérés dans un environnement de régime de change fixe et d'opérations de soutien de la BdL. Cette situation semble arriver à son terme ce qui pourrait affecter leur solidité.

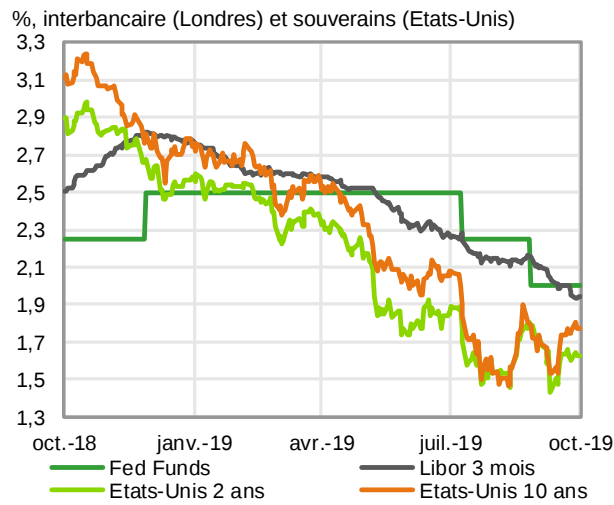
✓ Notre opinion – Nous avons beaucoup évoqué le Liban dans cette publication au cours des douze derniers mois pour alerter sur les dérives des finances du pays et l'incapacité des dirigeants à mettre en place des réformes permettant de redresser les comptes externes et publics ainsi qu'à améliorer le quotidien de la population. C'est pourtant l'une des conditions posées par les créanciers (multilatéraux, pays du Golfe et pays occidentaux) pour débloquer une aide de plus de 10 Mds USD promise il y a un an et demi.

Les annonces récentes du gouvernement – retour au quasi-équilibre budgétaire en 2020, fiscalisation supplémentaire et exceptionnelle des banques, diminutions de salaire des hauts fonctionnaires – sont tellement ambitieuses en l'état actuel de la situation, qu'elles manquent totalement de crédibilité.

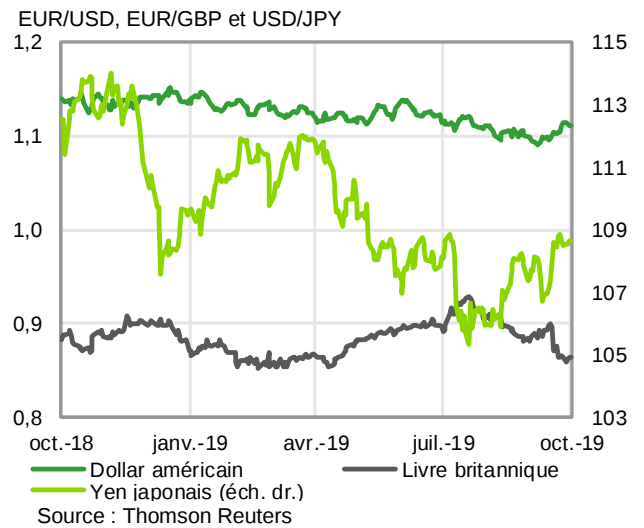
Le Liban a toujours su éviter, grâce aux soutiens externes de pays amis, un plan de redressement de type FMI avec des conditionnalités rigides et contraignantes. En sera-t-il de même lors de cette crise qui prend des tournures sociales inhabituelles ?

Tendances à suivre

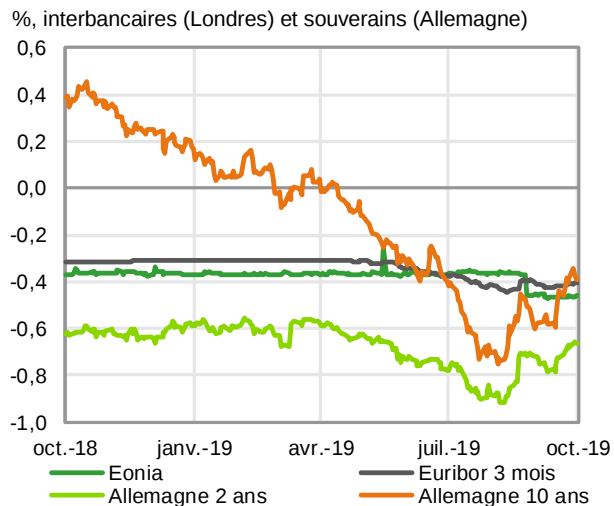
Taux d'intérêt en dollar américain



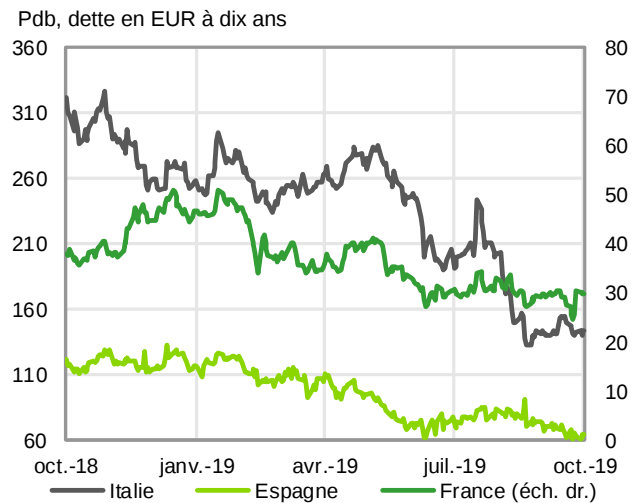
Taux de change des principales devises



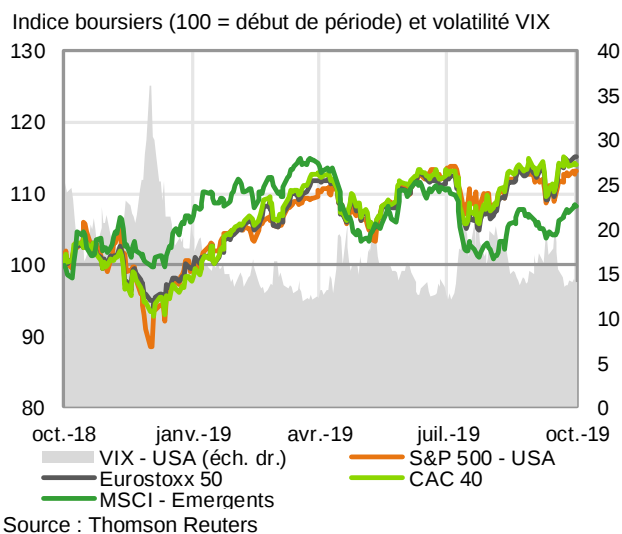
Taux d'intérêt en euro



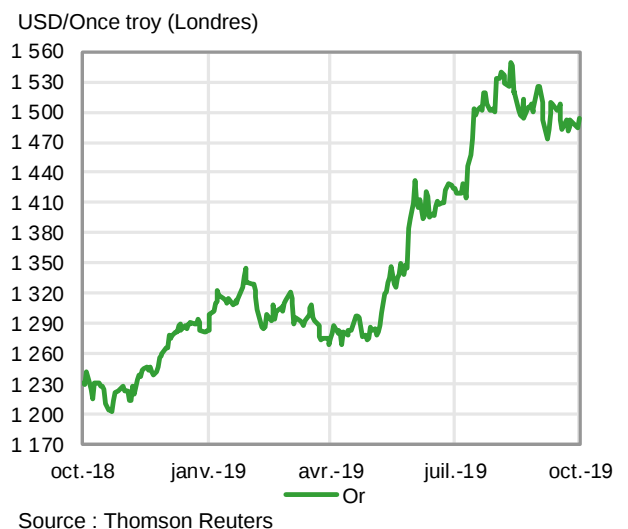
Spreads souverains européens avec le Bund



Marché actions

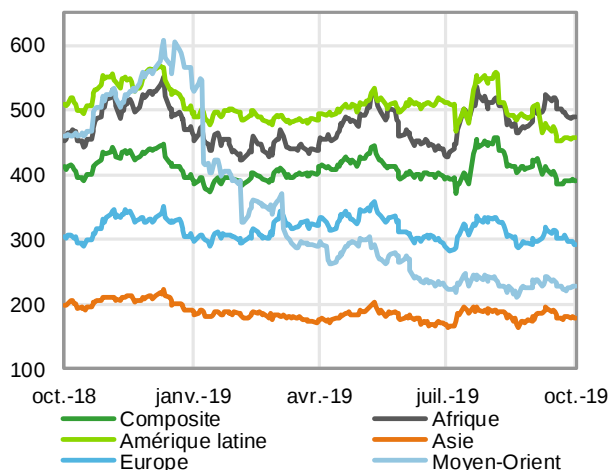


Cours de l'once d'or



Spreads souverains émergents avec le T-Bond

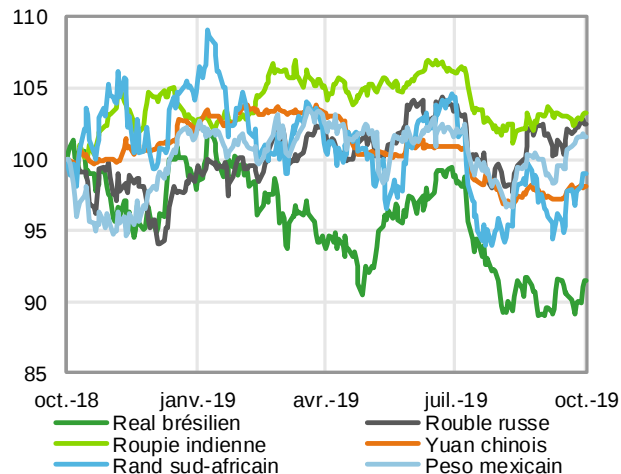
Indices EMBI+ (pdb, dette en USD de plus d'un an)



Source : JP Morgan

Devises émergentes

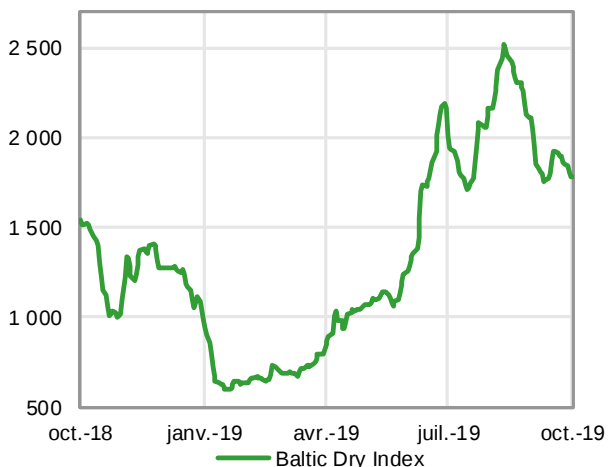
/USD (indice 100 = début de période)



Source : Thomson Reuters

Coût du transport maritime de vrac sec

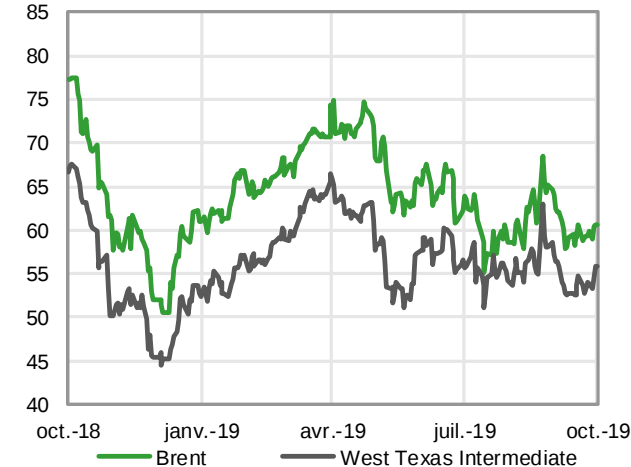
Baltic Dry Index (USD/point)



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

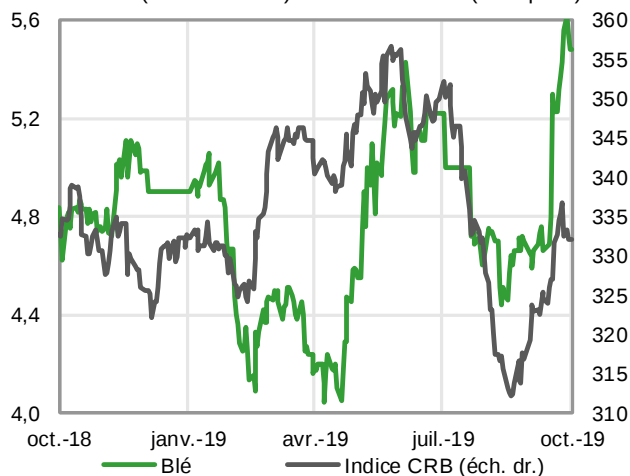
USD/tonne métrique



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
18/10/2019	<u>Allemagne – Scénario 2019-2020 : Perspectives au T3-2019</u>	Allemagne
18/10/2019	<u>Monde – L'actualité de la semaine</u>	Monde
17/10/2019	<u>France – Scénario 2019-2020 : une croissance robuste malgré le ralentissement mondial</u>	France
16/10/2019	<u>Le piège des banques centrales</u>	Europe, Etats-Unis
18/10/2019	<u>Allemagne – Scénario 2019-2020 : perspectives au T3-2019</u>	Allemagne
18/10/2019	<u>Monde – L'actualité de la semaine</u>	Monde
17/10/2019	<u>France – Scénario 2019-2020 : une croissance robuste malgré le ralentissement mondial</u>	France
16/10/2019	<u>Le piège des banques centrales</u>	Monde
11/10/2019	<u>Monde - L'actualité de la semaine</u>	Monde
09/10/2019	<u>Monde – Scénario macro-économique 2019-2020 : une fragile ligne de flottaison</u>	Monde
04/10/2019	<u>Monde - L'actualité de la semaine</u>	Monde
03/10/2019	<u>France – Projet de loi de finances pour 2020 : le déficit public est ramené à 2,2% du PIB</u>	France
30/09/2019	<u>France – Immobilier résidentiel : Évolutions récentes et perspectives 2019-2020</u>	France, immobilier

Études Économiques Groupe – Crédit Agricole S.A.

12, place des États-Unis – 92127 Montrouge Cedex

Directeur de la publication : Isabelle JOB-BAZILLE

Rédacteur en chef : Armelle SARDA

Zone euro : Pierre BENADJAOUD, Ticiano BRUNELLO, Olivier ELUERE, Paola MONPERRUS-VERONI, 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 : Cécile JIN

Documentation : Dominique PETIT, Elisabeth SERREAU

Statistiques : Robin MOURIER

Réalisation et Secrétariat de rédaction : Véronique CHAMPION – Fabienne PESTY

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

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

Internet : <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.