

Perspectives

Hebdomadaire – N°19/222 – 20 décembre 2019

MONDE – L'actualité de la semaine

L'équipe de *Perspectives Monde* vous souhaite de bonnes fêtes de fin d'année
et vous donne rendez-vous le 10 janvier 2020

👉 Les marchés en mode *Carpe Diem*

La semaine a été « sanglante » pour les actifs ultra sûrs, toujours pénalisés par un regain d'appétit (immodéré) pour le risque dopé par la signature annoncée de l'accord commercial sino-américain dit de « phase 1 » et les élections britanniques. Les taux des titres d'État américains et allemands se sont ainsi respectivement écartés de 12 et 6 points de base sur la semaine qu'ils terminent à 1,94% et -0,23%. Les actions profitent évidemment de l'enthousiasme ambiant : compte tenu des hausses récemment enregistrées (entre 1% et 1,5% sur la semaine), la progression annuelle des marchés les plus représentatifs s'établit entre près de 15% (MSCI, marchés émergents) et 28% (S&P 500).

Aussi abruptes qu'aient récemment été les remontées des taux américains et allemands à 10 ans, leurs baisses respectives n'en atteignent pas moins près de 75 et 50 points de base sur l'année écoulée grâce (ou malgré ?) des politiques monétaires préventivement très accommodantes mais qui ne parviennent pas à réactiver l'inflation : la croissance sera restée décente voire soutenue pour une inflation entre quasi inexistante et faible. A la faveur de la remontée des taux longs, les courbes de taux (écart 10/2 ans) se sont de nouveau pentifiées. Après s'être brièvement inversée (-5 points de base, bp) à la fin du mois d'août, la pente de la courbe américaine s'est reconstituée pour n'atteindre cependant que 30 pb. C'est tout de même plus réjouissant que les 15 pb du tout début 2019. La remontée des taux allemands depuis la dépression de l'été a également permis à la pente de se redresser passant ainsi d'un creux de 13 pb en septembre à 40 aujourd'hui : l'écart de rendement se sera tout de même effrité de 40 pb au long de l'année. La politique de la BCE aura échoué à faire accélérer l'inflation, remonter les taux d'intérêt et la pente de la courbe. Le succès est en revanche manifeste s'il peut être jugé à l'aune du resserrement des primes de risque des pays dits « périphériques » dont l'Espagne et l'Italie fournissent de belles illustrations (les *spreads* contre *Bund* se sont repliés de, respectivement, 50 et 85 pb à 68 et 165 pb).

Les marchés hors taux « *super core* » ont raison de profiter : le premier trimestre 2020 pourrait encore les inviter à bien performer mais les raisons de se réjouir (commerce sino-américain, *Brexit*, inflation) ne semblent pas durables. Le conflit commercial sino-américain semble n'être plus voué à une escalade inexorable à brève échéance. L'accord (dont les détails exacts sont

encore loin d'être connus) doit être signé en janvier (une signature dont D. Trump, président en campagne, s'enorgueillira certainement bruyamment). Cet accord permet d'espérer une pause dans la guerre tarifaire, mais ne préjuge pas de la pacification des relations sino-américaines. Il n'immunise pas contre le déplacement des tensions sur d'autres sujets délicats : réforme des entreprises publiques chinoises, subventions, propriété intellectuelle, situation à Hong Kong, élection présidentielle à Taïwan. Par ailleurs, le *Brexit* devrait (enfin) avoir lieu le 31 janvier 2020. Or, les Britanniques souhaitent voir définis les détails du futur partenariat avec l'Union européenne (dont un accord de libre-échange) d'ici la fin de l'année 2020 : soumettre les négociations à un calendrier aussi ambitieux va générer des doutes sur la qualité de la relation à venir. Le risque d'un « *Brexit* sans accord commercial » va se substituer à celui d'un « *Brexit* sans accord ». Enfin, grâce au raffermissement récent des prix du pétrole, l'inflation en zone euro pourrait se raffermir à la jonction 2019-2020 légèrement sous 1,5% pour une inflation américaine autour de 2,5%. Mais, l'inflation sous-jacente ne devrait pas accélérer. Si les risques se dissipent, ils ne disparaissent pas et l'année 2020 pourrait encore se révéler favorable aux taux souverains.

☞ Les marchés en mode <i>Carpe Diem</i>	1
☞ L'inflation allège la pression sur la BCE mais pas pour longtemps	
☞ Zone euro : une activité encore déprimée par le recul des commandes industrielles	3
☞ Zone euro : les immatriculations de véhicules neufs	3
☞ France : le climat des affaires reste favorable en décembre	4
☞ France : la consommation ralentit en novembre	4
☞ Italie : la stabilisation des prix du logement arrivera plus tard	5
☞ Portugal : le gouvernement d'Antonio Costa vise l'excédent budgétaire	6
☞ Royaume-Uni : la Banque centrale d'Angleterre laisse planer la possibilité d'une baisse de taux	7
☞ Royaume-Uni : inflation CPI stable à 1,5% en novembre	7
☞ Suède : la Riksbank se presse de sortir du territoire négatif	8
☞ Norvège : taux directeur maintenu à 1,5%	8
☞ Vietnam : un fort potentiel de croissance	9
☞ Algérie : Tebboune élu président, la contestation continue	10
☞ Syrie : Pays ruiné et reconstruction très hypothétique	10
☞ Liban : Un nouveau Premier ministre et une baisse de rating	10
☞ Afrique de l'Ouest : la monnaie commune « éco » ne verra pas le jour en 2020	11
☞ Afrique du Sud : les entreprises publiques sud-africaines au bord du gouffre	11

Editorial

L'inflation allège la pression sur la BCE mais pas pour longtemps

Le taux d'inflation s'est redressé en novembre dans la zone euro à 1% sur un an après 0,7% en octobre. La croissance des prix à la consommation retrouve donc son rythme d'août dernier après deux mois de décélération. Elle est cependant très inférieure au taux d'inflation enregistré il y a un an (1,9%). L'inflation sous-jacente (hors composantes volatiles) est aussi en accélération. Cette dynamique plus fondamentale rassure, bien qu'elle soit tirée principalement par les prix des services et des biens alimentaires, l'évolution des prix des biens industriels quant à elle demeure très faible (0,4%).

En moyenne sur l'année 2019, le taux d'inflation s'établirait à 1,2% et l'inflation sous-jacente à 1,05%. Ces évolutions ne nous ont pas surpris. Depuis la fin 2018, notre stratéguiste inflation les avait prévues. Il nous met aussi en garde contre un excès d'optimisme qui se nourrirait de ces performances récentes. Bien qu'un pic puisse être atteint début 2020, le taux d'inflation en moyenne annuelle s'établirait à 1,1% en 2020 et à 1,2% en 2021. Une accélération plus marquée, mais toujours modeste est prévue pour l'inflation sous-jacente à 1,2% et 1,3% respectivement.

Nous n'attendons donc pas une convergence vers la cible d'inflation de la BCE à l'horizon de notre prévision, ni dans le moyen terme. Malgré la constante révision à la baisse de ses prévisions, la BCE continue de projeter une accélération plus marquée de l'inflation à l'horizon 2021 (1,4%) et 2022 (1,6%). Bien qu'elle ne se satisfasse pas d'une inflation qui n'a pas atteint l'objectif, elle souligne dans sa communication que la direction est la bonne. Afficher une accélération dans le moyen terme est donc un élément-clé de la politique de guidage des anticipations que la BCE souhaite ancrer sur cette idée de renforcement de la croissance des prix. Le risque est élevé de décevoir une fois de plus. Même si l'enquête auprès des professionnels de la prévision signale que ceux-ci croient en une inflation qui se rapprocherait de la cible de la BCE dans cinq ans (1,7% en 2024), cette conviction s'affaiblit au fur et à mesure que les prévisions à un horizon plus proche se calent sur une performance constatée décevante.

Le risque d'emballement est plus élevé pour les opérateurs de marché, qui pourraient sur-réagir aux bonnes surprises de l'inflation en novembre et dans les prochains mois. Mais le risque de déception est d'autant plus élevé que leurs anticipations sont plus volatiles. Aujourd'hui, les anticipations d'inflation de marché à cinq ans dans cinq ans se situent, à 1,3%, bien en deçà de la cible BCE et ce décrochage s'est opéré depuis 2014 et accentué depuis juin 2019.

La BCE ne cache pas sa déception. Elle veut la dépasser. Elle s'interroge sur l'opportunité de suivre les différentes anticipations. Chacune raconte une

histoire et doit être prise en compte. Les opinions des entreprises sur l'inflation collectées par les enquêtes de la Commission semblent être bien corrélées avec l'évolution de l'inflation, celles des ménages beaucoup moins.

Finalement, la question va bien au-delà des différentes mesures d'anticipation. Et la BCE entend résoudre la question de l'efficacité de sa politique en commençant par les fondamentaux. Il lui faut être au clair sur l'idée que sa politique a été mal calibrée, ou que les capacités excédentaires dans l'économie sont plus importantes qu'estimé et que cela aurait nécessité une politique plus agressive. Il faut aussi vérifier si sa capacité à influencer sur l'inflation par le soutien de l'activité n'est pas affaiblie par une relation entre le niveau du chômage et la croissance des salaires qui serait rompue. Sur cette question, la BCE semble avoir les idées plus claires ; cette relation serait bien réelle mais le taux d'inflation pour un niveau donné d'activité et de chômage serait inférieur.

Plusieurs facteurs peuvent expliquer cette inflation plus faible : l'essor du pétrole de schiste qui amortit toute hausse du prix du pétrole ; la perte de pouvoir de négociation des salaires et la distribution des gains de productivité aux profits ; l'impact de la digitalisation et de la globalisation sur le pouvoir de fixation des prix des entreprises ; le vieillissement et l'excès d'épargne ; la hausse de la part des services dans l'économie. Tous ces facteurs peuvent avoir déplacé l'offre, mais ce mouvement peut aussi avoir été brouillé par un contexte de demande faible.

Certains de ces effets d'offre peuvent être temporaires, d'autres plus permanents et cohérents avec un nouvel équilibre. Ce nouvel équilibre s'associerait-il à un régime d'inflation plus faible ou plus élevé ? Certains de ces facteurs peuvent être favorables à davantage d'inflation à terme, lorsque les gains de productivité se seront mieux diffusés.

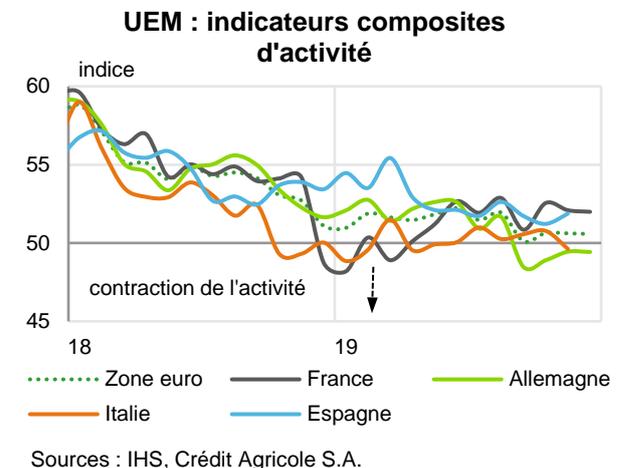
Entre-temps, les banques centrales doivent comprendre, analyser et se préparer à remettre en question sinon leur mandat, au moins leurs cibles et leurs outils. La politique monétaire pourrait se révéler comme une question de chirurgie de précision pour accompagner l'évolution des paramètres et des anticipations des agents économiques vers un nouvel équilibre. La transition peut être longue. Les banques centrales devront se tenir prêtes à utiliser tous les outils, sans construire des barrières dogmatiques, à être plus agiles et éventuellement à élargir leurs contreparties pour permettre une transmission plus directe de la politique monétaire. Une devise digitale ne serait plus un tabou ? Il est trop tôt pour le dire, mais en tout cas la BCE ne s'interdit pas d'y réfléchir.

Zone euro

Zone euro : une activité encore déprimée par le recul des commandes industrielles

L'indice d'activité PMI composite en zone euro est resté stable pour le deuxième mois consécutif au mois de décembre (dans sa version préliminaire), soulignant une activité à la limite de la contraction et au plus bas depuis l'été 2013. Les nouvelles commandes sont toutefois en légère amélioration même si celles vouées à l'exportation demeurent en repli. Cette faiblesse de l'activité conduit à un ralentissement significatif des perspectives d'emploi et à un tassement des prix de vente. Le secteur industriel demeure en récession avec l'atteinte d'un nouveau point bas alors que septembre dernier semblait être la référence depuis la précédente crise de 2012. L'industrie de la zone euro enregistre donc un nouveau coup de frein en fin d'année avec des commandes qui ne redémarrent pas. Les activités de services reprennent néanmoins un peu de vigueur et viennent atténuer la récession industrielle sans toutefois retrouver le chemin des années fastes de 2017 et 2018. Parmi les grands pays de la zone, c'est surtout l'Allemagne qui endure une plus forte contraction de son activité, même si celle-ci tend à

se stabiliser. La France connaît en revanche une croissance plus soutenue de son activité car elle est moins exposée aux industries d'exportation que son partenaire.



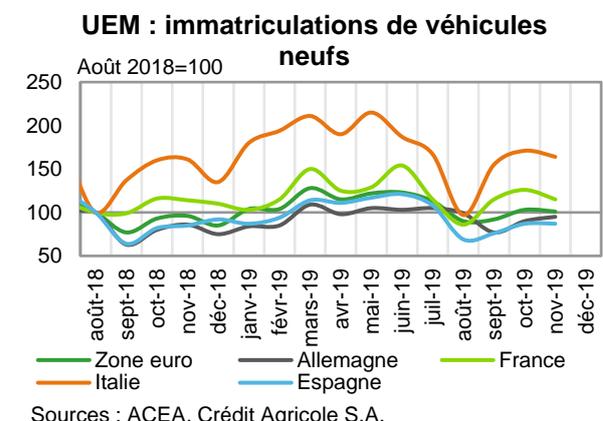
Notre opinion – Les enquêtes d'activité signalent une nouvelle phase de stagnation pour la zone euro en fin d'année, mais c'est principalement l'Allemagne et son modèle d'industries d'exportation qui pèse sur la croissance de la zone. L'activité en France demeure florissante grâce à l'essor de ses activités de services. D'après les enquêtes PMI, la zone euro dans son ensemble devrait connaître un ralentissement de sa croissance à +0,1% en variation trimestrielle au T4, contre +0,2% réalisé au T3. La durée d'enlisement de la croissance allemande sera déterminante pour anticiper le rebond de l'activité de la zone euro.

Zone euro : les immatriculations de véhicules neufs en voie de lente normalisation

Les immatriculations de véhicules neufs en zone euro ont augmenté de 4,9% en rythme annuel au mois de novembre, après 10,1% en octobre. Ce ralentissement est cependant en grande partie dû à un effet de base favorable le mois précédent. Ce résultat souligne une croissance positive des immatriculations en rythme annuel dans les quatre principaux pays fabricants d'automobiles.

s'avère plus ardue qu'escompté par les constructeurs et les consommateurs peinent à sauter le pas.

L'observation de l'évolution en niveau dans les différents pays depuis l'entrée en vigueur des nouvelles normes anti-pollution (à l'été 2018) révèle une situation encore difficile sur les marchés nationaux allemands et espagnols tandis que la France et l'Italie ont retrouvé des niveaux d'immatriculations supérieurs à ceux connus avant cette période de crise. La transition du secteur automobile vers des modèles jugés moins polluants



Notre opinion – Les immatriculations de véhicules neufs témoignent d'un léger mieux en zone euro, mais les contraintes financières imposées aux constructeurs en matière de production de véhicules propres poussent les acteurs à limiter la production. En parallèle, ils doivent investir massivement pour mener à bien cette transition dans un contexte de fin de cycle du secteur automobile qui s'accompagne d'une demande plus faible. Une équation financière délicate à résoudre avec laquelle le secteur devra composer.

 **France : le climat des affaires reste favorable en décembre**

Selon l'enquête mensuelle de l'INSEE, le climat des affaires se maintient à 106 en décembre, au-dessus de sa moyenne historique. Il a par ailleurs été révisé à la hausse de 1 point en novembre (à 106 au lieu de 105). En particulier, l'indice dans l'industrie manufacturière a été révisé à la hausse de 2 points en novembre à 102 et reste à ce niveau en décembre. Les soldes d'opinion sur les carnets de commandes globaux sont à la hausse par rapport au mois d'octobre et le solde d'opinion sur les perspectives personnelles de production est en nette amélioration, repassant au-dessus de sa moyenne historique en décembre. A l'inverse, même s'ils restent à des niveaux supérieurs à leur moyenne de long terme, les soldes d'opinion sur les effectifs passés et prévus se dégradent lentement sur les derniers mois. Par secteur, les révisions à la hausse et le bon niveau du climat des affaires dans l'industrie est porté par les matériels de transport hors automobile, probablement grâce aux livraisons prévues en cette fin d'année.

Dans les services, l'indicateur du climat des affaires gagne un point en décembre à 107 tandis que l'indicateur du commerce de détail gagne deux points à 108, une surprise positive dans le contexte actuel de grèves qui pourrait avoir un impact négatif sur la consommation. L'indicateur du climat des affaires dans le bâtiment reste quant à lui très bien orienté à 111. Ces éléments confirment la robustesse de la demande intérieure qui restera le principal moteur de la croissance française dans les trimestres à venir.

Les signaux en provenance de l'enquête PMI auprès des directeurs d'achat sont légèrement différents. L'indicateur se contracte dans l'industrie manufacturière mais reste en zone d'expansion à 50,3 après 51,7 en novembre. Le PMI des services est en revanche en légère hausse à 52,4. Au total, le PMI composite reste stable à 52.

Nous soulignerons tout de même qu'en raison des fêtes de fin d'année, les enquêtes sur le climat des affaires ont été publiées particulièrement tôt au mois de décembre, en particulier les PMI flash. Il est ainsi possible que des révisions plus importantes que d'habitude aient lieu.

Climat des affaires (INSEE)



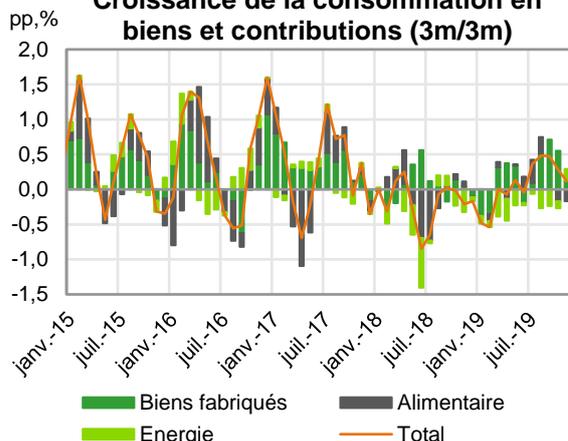
Source : INSEE, Crédit Agricole S.A.

✓ Notre opinion – Les indicateurs du climat des affaires au mois de décembre continuent d'indiquer une expansion économique solide en France. Malgré une baisse dans l'enquête PMI, le climat des affaires dans le secteur manufacturier reste en zone d'expansion économique, ce qui conforte nos prévisions de stabilisation de l'activité dans ce secteur dans les prochains trimestres. Dans les services, les enquêtes de conjoncture restent très favorables et confirment le dynamisme de la demande intérieure. Le ralentissement de l'activité dans l'industrie ne s'est pas propagé aux services et la demande intérieure restera le moteur de la croissance dans les trimestres à venir.

 **France : la consommation ralentit en novembre**

En novembre, la consommation des ménages en bien progresse de 0,1% par rapport au mois précédent après 0,2% en octobre. Avant les données du mois de décembre, l'acquis de croissance pour la consommation totale des ménages en biens est donc assez faible à 0,2%. Néanmoins, le ralentissement vient de la consommation de biens alimentaires, un poste volatil tandis que la consommation de biens fabriqués augmente au même rythme qu'en octobre (+0,5%). En particulier, la consommation de biens durables progresse à nouveau, ce qui confirme les dernières enquêtes sur la confiance des ménages dans lesquelles les opportunités d'effectuer des achats importants sont à des niveaux élevés.

Croissance de la consommation en biens et contributions (3m/3m)



Source : INSEE, Crédit Agricole S.A.

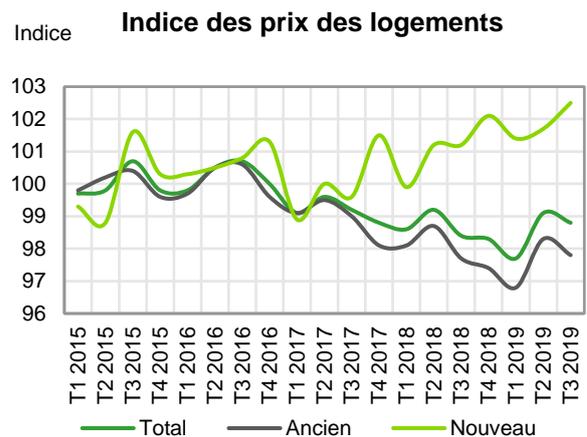
Notre opinion – Malgré un léger ralentissement de la consommation en biens en novembre, la consommation de biens fabriqués (moins volatile que celle d'énergie ou de biens alimentaires) continue de progresser à un rythme soutenu. En parallèle, la confiance des ménages est actuellement à son plus haut depuis 2017 à 106 et les opportunités d'effectuer des achats importants restent nettement au-dessus de leur moyenne de long terme. Ces éléments confirment notre scénario d'une demande intérieure soutenue à court terme. Malgré les mouvements sociaux actuels, nous maintenons nos prévisions de croissance du PIB à 0,3% au quatrième trimestre et 0,2% au T1 2020. La consommation des ménages resterait le contributeur principal de cette croissance. Si les grèves venaient à se prolonger et à se durcir, l'impact sur la consommation serait alors plus important et nous pourrions revoir légèrement à la baisse nos prévisions de croissance au T1 2020.

Italie : la stabilisation des prix du logement arrivera plus tard

L'indice des prix de l'immobilier résidentiel a reculé de -0,3% sur le trimestre au troisième trimestre de l'année en cours, (après une progression de 1,4% au T2), tiré par la baisse du logement ancien (-0,5% après une expansion importante au T2) tandis que le prix du neuf a progressé de 0,8%.

Sur un an, l'indice progresse de 0,4%, la première variation annuelle positive depuis le T4 2016. Les écarts de croissance entre le segment du logement neuf et de l'ancien sont plus importants : le prix du neuf, en accélération par rapport au T2, atteint une variation de 1,3% sur un an. L'ancien, plus réticent, est en hausse de 0,1% sur un an (-0,4% au T2).

Du côté de l'offre, les chiffres d'octobre de la production dans la construction signalent une expansion de 0,4% par rapport à septembre et de 2,7% sur un an, sur une tendance de croissance très modérée.



Source : Istat, Agenzia delle Entrate, Crédit Agricole S.A.

Notre opinion – Des signaux encourageants apparaissent autour du, très déprimé, marché immobilier italien. À la forte progression des transactions résidentielles sur l'année en cours, s'associe la stabilisation des prix. Même si cela masque un effet de base avec un prix extrêmement déprimé au T3 2018, la progression de la demande en 2019 a, au moins, aidé à contenir une ultérieure chute des prix. Les progressions du pouvoir d'achat au premier semestre ont contribué à la progression des investissements des ménages. Néanmoins, l'effet semble passager : les transactions du T3 sont en baisse par rapport au T2 et la consommation des ménages a accéléré par rapport au trimestre précédent, laissant penser que l'arbitrage entre consommation et épargne/investissement a été favorable au premier. De même, les enquêtes concernant les intentions d'achat d'un logement se sont dégradées pendant le deuxième trimestre 2019 et les enquêtes PMI concernant la construction en novembre sont également moins encourageantes que celles d'octobre.

Les prix mettront plus de temps à redémarrer si le seul point d'appui de la demande (structurellement faible étant donné le taux de propriété très élevé, autour de 70% en 2019) est le niveau bas des taux d'intérêt. En effet, l'enquête du T3 concernant le marché immobilier italien auprès de 1 117 agences immobilières (menée par la Banque d'Italie) signale que les deux raisons principales de l'interruption d'un mandat de vente sont l'absence de propositions d'achat à cause d'un prix trop élevé et les propositions d'acquisition à un prix considéré trop bas pour le vendeur. Cela suggère l'idée que les prix, même après la forte correction démarrée en 2008 et toujours en cours, pourraient être encore trop élevés par rapport à la capacité d'absorption de la demande, même avec des conditions de crédit très souples. En tous cas, les enquêtes auprès des ménages de Nomisma signalent que la demande, bien que structurellement faible, existe : la part des familles ayant l'intention d'acheter un logement pendant les douze prochains mois s'affiche à 9,6% en 2019 (en baisse par rapport à 2018), ce qui représente un marché potentiel de 2,4 millions de familles. En prévision, Nomisma a reporté ses prévisions de stabilisation des prix du résidentiel à 2020.

 **Portugal : le gouvernement d'Antonio Costa vise l'excédent budgétaire**

Le gouvernement portugais a dévoilé mardi son budget pour 2020. Présenté au parlement le 16 décembre, il a été soumis de nouveau à la Commission européenne, le budget ayant été présenté en octobre se basant sur un scénario budgétaire neutre.

Après avoir clôturer les comptes de l'État en quasi équilibre (-0,1% de déficit en 2019), le nouveau gouvernement d'Antonio Costa vise un excédent budgétaire de 0,2% en 2020 qui devrait s'accompagner d'un excédent de la balance primaire de 3,2% en hausse par rapport à 2019 et une baisse du ratio de dette sur PIB de 2,7 points de PIB à 116,2%.

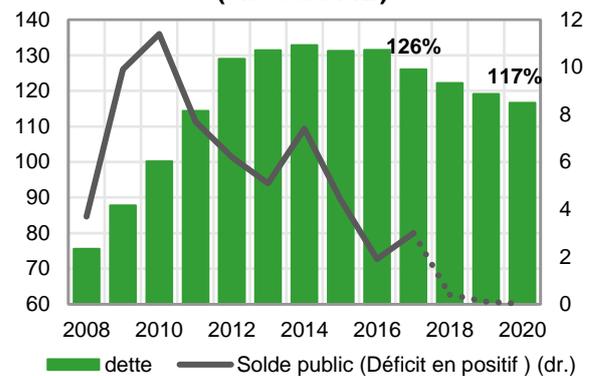
Le scénario macroéconomique sous-jacent table sur une croissance économique de 1,9% en ligne avec celle observée en 2019 qui favoriserait une hausse des recettes budgétaires de 43,3% en 2019 à 43,7% en 2020. Une légère hausse de la charge fiscale sur le contribuable devrait alimenter la hausse des recettes et relancer le débat sur la pression fiscale dans le pays. Le taux de prélèvement obligatoire devrait ainsi atteindre 35% en 2020. Excepté certaines exonérations octroyées à des catégories spécifiques (jeune, famille avec deux enfants), l'impôt sur le revenu ne devrait pas changer mais les tranches seraient probablement réindexées sur les chiffres de l'inflation de façon à ne pas pénaliser les contribuables qui subiraient des effets de seuil. En ce qui concerne l'impôt sur les sociétés, le gouvernement devrait étendre le taux réduit de l'impôt sur le revenu des sociétés aux petites et moyennes entreprises, augmenter le plafond des

bénéfices réinvestis et réduire l'impôt sur le parc automobile des PME.

Le budget reste prudent mais les dépenses sont légèrement revues à la hausse passant de 43,4% à 43,5%. Deux mesures devraient bénéficier de cette hausse : une augmentation de la dotation allouée à la santé avec un effort de 800 millions pour soulager la dette des hôpitaux, ainsi qu'une hausse des pensions et salaires dans la fonction publique. Enfin, 800 millions devront être injectés dans le Fonds de résolution qui permet de venir en soutien au système bancaire dont 600 millions seraient destinés à Novo Banco.

Le vote préliminaire du budget devrait avoir lieu entre le 13 et le 27 janvier de façon à ce qu'il soit présenté au président de la République au plus tard fin février pour validation finale.

**Finances publiques
(en % du PIB)**



Sources : Eurostat, Crédit Agricole S.A.

☑ Notre opinion – Bien qu'il soit sorti renforcé des élections du 6 octobre, le gouvernement d'Antonio Costa ne possède pas la majorité et le vote du budget pourrait ne pas être qu'une formalité. Le budget 2020 s'inscrit dans la ligne budgétaire de la précédente coalition favorisant une approche prudente et visant l'excédent budgétaire. Cette approche est néanmoins de plus en plus contestée notamment par l'opposition de gauche qui appelle à un effort budgétaire plus important vis-à-vis des ménages et de la fonction publique pénalisée par la consolidation budgétaire. Parmi les principaux points de discorde, le niveau d'inflation mis en avant par le gouvernement qui permet de calculer la hausse des salaires et des pensions. Il se situe à 0,3% soit bien en deçà de la prévision d'inflation de 2020 projeté à 1%. La gronde pourrait également venir de la rue. Un appel à la grève a été lancé par les syndicats de la fonction publique pour le 31 janvier 2020.

Dans un environnement européen marqué par la morosité, les objectifs du budget 2020 semblent ambitieux. Le gouvernement prévoit en effet une croissance à 1,9%, portée par un investissement toujours dynamique. Cette prévision reste supérieure à celle de la Commission européenne mais également à celle de la Banque centrale du Portugal qui projette un taux de croissance de 1,7% actant le ralentissement de l'économie par rapport à 2019. Notre scénario rejoint celui de la Banque centrale avec une prévision légèrement inférieure (1,6% pour 2020) qui permettrait tout au plus un équilibre des comptes publics. La baisse de la dette publique serait légèrement moindre (117% en 2020).

Royaume-Uni, pays scandinaves

Royaume-Uni : la Banque centrale d'Angleterre laisse planer la possibilité d'une baisse de taux

La BoE a laissé sa politique monétaire inchangée à l'issue de sa réunion de décembre : taux directeur à 0,75%, stock d'achats d'obligations d'État à 435 milliards £. Malgré le résultat tranché des élections anticipées de décembre, la tonalité des minutes est restée inchangée. Les données à disposition ne permettent pas de lever les incertitudes quant à la réaction des entreprises et des ménages. La confiance peut rebondir à court terme mais peut encore évoluer au gré des négociations dans la prochaine étape du Brexit. Si les développements économiques depuis un mois sont considérés globalement en ligne avec ses anticipations, la BoE révisé à la baisse sa prévision de croissance du PIB pour le T4 à 0,1%. Les nouvelles sur le front du Brexit et l'apaisement des tensions commerciales entre les États-Unis et la Chine ont provoqué un resserrement des conditions financières (appréciation de la livre, hausse des taux d'intérêt) qui risque de peser sur les perspectives de croissance et d'inflation à moyen terme. Le scénario central de la BoE pour une poursuite graduelle du resserrement monétaire est

maintenu mais les risques sont orientés à la baisse et la BoE réitère que si l'incertitude liée au Brexit persiste ou si la croissance mondiale déçoit, un assouplissement de la politique monétaire sera nécessaire pour soutenir la croissance et l'inflation. Par ailleurs, deux membres du comité de politique monétaire (sur neuf) ont continué de voter pour une baisse du taux directeur.

R-U : taux directeur et taux 10 ans



Source : Thomson Reuters, Crédit Agricole S.A.

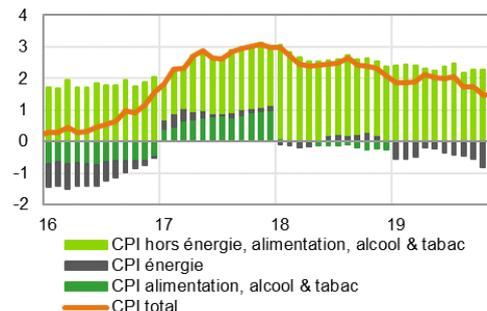
✓ Notre opinion – Le scénario de la BoE pour un resserrement « graduel et limité » de sa politique monétaire repose sur l'hypothèse d'une accélération de la croissance du PIB l'année prochaine grâce à l'anticipation d'une réduction des incertitudes liées au Brexit, d'une politique budgétaire plus accommodante et d'une reprise modeste de la croissance mondiale. Les risques sont orientés à la baisse. Nous pensons que l'incertitude liée au Brexit restera élevée en 2020, en particulier au premier semestre, sur fond de négociations tendues sur un accord de libre-échange dont la profondeur envisagée par B. Johnson ne semble pas aussi grande que ne le suppose la BoE. L'incertitude continuera, selon nous, de peser sur la croissance. Nous anticipons donc une baisse de taux de la part de la BoE vers la mi-2020, sur fond également d'une baisse de l'inflation.

Royaume-Uni : inflation CPI stable à 1,5% en novembre

L'indice CPI, mesure de référence de la BoE pour le taux d'inflation, a progressé de 0,2% sur le mois de novembre et de 1,5% sur un an. Le taux d'inflation se stabilise par rapport au mois d'octobre à son plus bas rythme depuis deux ans. Ce sont les prix de l'énergie qui le tirent vers le bas : l'indice correspondant est en baisse de 2,3% sur un an, en territoire négatif pour le deuxième mois consécutif en raison d'une baisse des tarifs de gaz et d'essence. L'inflation des biens augmenté légèrement à 0,6% depuis 0,5%, alors que celle des services diminue à 2,5% après 2,6% en octobre. L'inflation sous-jacente mesurée par l'indice CPI hors énergie, alimentation, alcool et tabac est stable à 1,7% au cours des trois derniers mois. L'inflation CPI devrait reculer fortement dans les prochains mois pour atteindre 1,2% en moyenne au deuxième trimestre, selon les projections de la BoE, largement dû à l'effet temporaire d'une baisse du plafond sur les prix administrés de gaz et d'électricité. Les prix de l'eau vont également baisser en avril

2020, comme prévu par le régulateur Ofwat. A moyen terme, la BoE prévoit une accélération de l'inflation courant 2021 grâce à une croissance des salaires toujours soutenue à près de 3,8% et à une croissance de la productivité faible ce qui devrait maintenir la croissance des coûts salariaux unitaires à des rythmes élevés.

R-U : contributions à l'inflation CPI



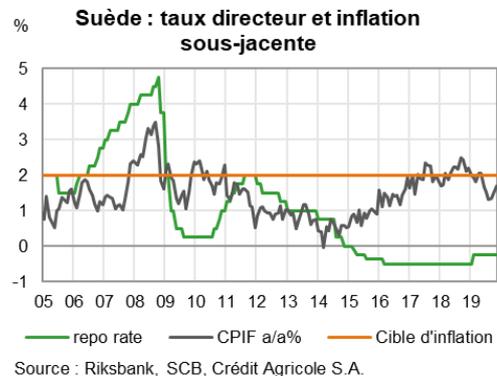
Source : ONS, Crédit Agricole S.A.

✓ Notre opinion – Les risques sur les perspectives d'inflation sont orientés à la baisse en raison d'une croissance qui pourrait continuer de décevoir et de la réappréciation de la livre.

 **Suède : la Riksbank se presse de sortir du territoire négatif**

En ligne avec les anticipations, la banque centrale suédoise a relevé son taux repo de 25 pnb à 0,0% à sa réunion de décembre. Ses projections montrent que le taux repo devrait rester à ce niveau au moins jusqu'à 2021. La Riksbank considère que sa politique monétaire reste expansionniste. Elle poursuit, par ailleurs, son programme d'achats d'actifs pour un montant de 45 Mds de couronnes suédoises. Fait intéressant, la Riksbank souligne que l'inflation a été proche de sa cible de 2% depuis début 2017 et considère que les conditions sont réunies pour que l'inflation reste proche de sa cible à l'avenir. En réalité, ses prévisions montrent une inflation CPIF (CPI à taux d'intérêt hypothécaires constants) à 1,7% en moyenne par an de 2019 à 2021, tandis que la croissance est légèrement revue à la baisse pour cette année, de 0,2 point de pourcentage à 1,1%, en très légère accélération à 1,2% en 2020 et à 1,7% en 2021. Deux membres du

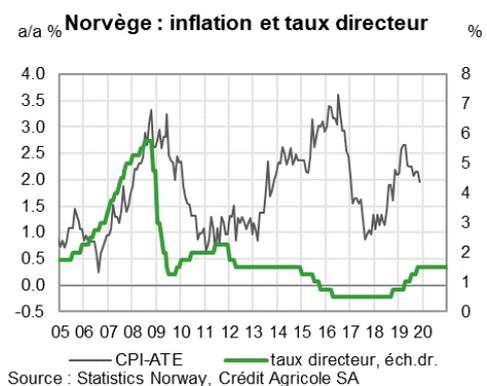
Board exécutif ont voté contre la décision de relever le taux en décembre. Anna Breman préférait attendre la première moitié de l'année prochaine. Per Jansson quant à lui a argué en faveur d'un profil de taux plus élevé au cours de la période prévision.



Notre opinion – La décision de la Riksbank de remonter son taux repo à 0% et de le laisser inchangé dans les années à venir est loin de signaler un début de resserrement de la politique monétaire. D'ailleurs le contexte conjoncturel ne justifie pas vraiment un resserrement. La croissance a ralenti cette année à des rythmes inférieurs au potentiel et les prévisions de la Riksbank montrent toujours une croissance sous-optimale dans les années à venir. Après avoir dépassé la cible de 2% à plusieurs reprises en 2017 et 2018, l'inflation a été inférieure à la cible pour la majeure partie de cette année. Les anticipations d'inflation sont de plus orientées à la baisse. La décision de la Riksbank vient aussi à contresens des autres grandes banques mondiales, dans un contexte global dominé par l'incertitude (ralentissement du cycle industriel, notamment en Allemagne, premier partenaire commercial de la Suède, guerre commerciale sino-américaine, Brexit, etc.) qui, par ailleurs, continue de peser sur l'investissement des entreprises. La décision de sortir le taux repo du territoire négatif est probablement due (les minutes nous le confirmeront) à des considérations relatives à son efficacité en termes de transmission sur les taux d'intérêt bancaires liée à la rigidité à la baisse des taux de dépôts et des craintes que des taux négatifs ne deviennent contreproductifs sur le canal du crédit (via, par exemple, une prise de risques extrême pour compenser une érosion des marges bancaires) ou encore n'affectent les comportements d'épargne des ménages dans le mauvais sens (hausse de l'épargne pour compenser une rémunération des comptes en baisse).

 **Norvège : taux directeur maintenu à 1,5%**

La Norges Bank a décidé de laisser son taux directeur (taux *deposit*) inchangé à 1,5% cette semaine, jugeant que le taux d'inflation est proche de la cible de 2% et que le taux d'utilisation des capacités est légèrement supérieur à son niveau normal. La dépréciation de la couronne norvégienne (8% en termes effectifs depuis octobre 2018) pourrait conduire à une inflation plus forte que prévu dans les mois à venir, mais le taux de croissance de l'activité a été plus faible que prévu. La Norges Bank prévoit de maintenir son taux à 1,5% dans les années à venir.



Notre opinion – La Norges Bank a procédé à quatre hausses de taux depuis septembre 2018, dont trois cette année, sur fond de croissance soutenue et d'inflation supérieure à la cible de 2%. La croissance de l'activité hors secteur pétrolier a atteint 2,9% au troisième trimestre et l'inflation sous-jacente CPI-ATE (CPI hors énergie et ajusté des variations des taxes) a été de 2% en novembre. La fonction de réaction de la Norges Bank est très sensible aux différentiels de taux avec les banques centrales de ses principaux partenaires, ainsi qu'aux incertitudes liées à la croissance mondiale. Le maintien de taux bas à l'étranger incite la Norges Bank de marquer une pause prolongée dans son processus de resserrement monétaire, malgré un économie domestique qui se porte bien et d'un taux d'utilisation des capacités supérieur à la normale.

Asie

Vietnam : un fort potentiel de croissance bien au-delà de la conjoncture

L'économie vietnamienne a crû de 7,3% année-sur-année (a/a) au troisième trimestre, en légère accélération par rapport au trimestre précédent (+6,7% a/a), portée en particulier par la production manufacturière (+12,7% a/a) qui alimente la hausse des exportations de marchandises (+10,7% a/a). Ces chiffres trimestriels, bien que plus élevés qu'attendu, s'inscrivent dans la solide dynamique d'expansion poursuivie cette année par l'économie du pays. Après 7,1% de croissance du PIB en 2018, les analystes anticipent 6,9% pour 2019 et 6,6% pour 2020.

Ce développement du pays est aujourd'hui porté par l'industrie et accéléré par détournement des chaînes de valeurs, dans un contexte de hausse des coûts en Chine et de tensions commerciales sino-américaines. L'avantage comparatif du pays en termes salariaux lui permet de bénéficier d'une intensification de ses IDE entrants, en hausse de 7% a/a sur les huit premiers mois de l'année 2019, dirigés essentiellement vers les industries exportatrices. Grâce à un marché du travail robuste, les effets d'entraînement sont forts et se traduisent par une consommation des ménages galopante. Le commerce de détail a ainsi crû de 9,5% a/a au troisième trimestre alors que la construction gagnait 9,7% a/a. Malgré cela, la hausse des prix à la consommation demeure basse, à 2,7% en 2019 et, bien que devant légèrement s'accroître (3,4%) en 2020, demeurera sous la cible de 4% poursuivie par la banque centrale.

Pourtant, l'économie vietnamienne fait bien plus que profiter d'une conjoncture favorable. Elle est portée par des facteurs structurels qui garantissent la pérennité de la dynamique. La volonté du pouvoir en place de se concentrer sur la stabilité macroéconomique du pays porte ses fruits à travers la robustesse des prix et du change. Le dynamisme du marché du travail permet l'intégration progressive des populations paysannes rurales (qui représentent encore 40% de la population) vers les activités urbaines, plus productives, d'industries et de services. La transition vers une économie plus « formelle » et la compétition accrue des acteurs financiers devraient par ailleurs favoriser le développement du crédit et une plus grande

inclusion bancaire. Ces éléments contribuent donc à alimenter l'optimisme vis-à-vis du potentiel de développement par la consommation intérieure pour les prochaines années. Enfin, le tourisme demeure une ressource sous-exploitée, loin des niveaux d'activité développés par certains des pays voisins.

L'expansion économique du pays doit beaucoup à l'effort de libéralisation économique. Des réformes d'ampleur ont été entreprises dans ce domaine et doivent se poursuivre dans les années à venir. L'administration fiscale et la Banque centrale sont progressivement modernisées. Les entreprises publiques ne représentent plus que 40% du PIB et des pans de l'économie sont graduellement privatisés et ouverts à la concurrence. Le recours aux subventions pour protéger certaines industries a aussi tendance à décroître. Ces réformes sont d'ailleurs favorisées par la négociation récente d'accords majeurs de libre-échange établissant de nouvelles normes : l'accord de Partenariat transpacifique (2016) et l'accord de libre-échange UE-Vietnam (2019). Enfin, le contrôle de la dette publique (réduite de 60% du PIB à 55% entre 2016 et 2018) et la lutte contre la corruption viennent renforcer l'image positive de la gouvernance réformatrice du pays et l'optimisme vis-à-vis de sa trajectoire. L'équipe dirigeante doit d'ailleurs être renouvelée au début de l'année 2021 sans pour autant qu'une inflexion politique notable ne soit anticipée.

Pour compléter cet aperçu de l'économie vietnamienne, il convient de mentionner certains points de friction à court ou plus long terme. Tout d'abord, il existe des inquiétudes vis-à-vis de la transition du système financier du pays vers les normes Bâle II prévue en 2020. Certaines institutions bancaires sont fragiles et le processus pourrait entraîner des restructurations dans le secteur. D'autre part, l'approvisionnement en énergie du pays a du mal à suivre l'explosion des besoins et une crise énergétique pourrait survenir dès 2021. Enfin, la capacité du pays à demeurer compétitif et le conflit diplomatique avec le voisin chinois sur la question des revendications territoriales sont les principales sources d'incertitude à long terme pour le développement du pays.

✓ Notre opinion – *Le pays devrait logiquement poursuivre pour les années à venir sur cette dynamique de croissance, la plus rapide de la zone Asie-Pacifique. Pour autant, il convient de rappeler que le Vietnam est un pays relativement pauvre, qui se classe en 2018 au 153^e rang mondial en termes de PIB par habitant (ppa) avec environ 7 500\$ par an. Si son rattrapage actuel est facilité par son avantage comparatif sur le plan salarial, il pourrait être confronté à long terme à des difficultés pour monter en gamme dans un environnement régional très compétitif.*

Afrique du Nord, Moyen-Orient

Algérie : Tebboune élu président, la contestation continue

Ex-Premier ministre de Bouteflika et l'un des piliers du Parti FLN, le candidat A. Tebboune, 75 ans, a été élu président dès le premier tour de l'élection avec 56% des voix exprimées selon les autorités. Le taux de participation est très faible à environ 39% des électeurs. C'est le plus faible de toutes les élections présidentielles en raison de la désaffection de l'électorat, notamment jeune, qui manifeste depuis dix mois, et des appels au boycott du scrutin par les responsables du Hirak (le mouvement). Le vote n'a pas pu être organisé en Kabylie compte tenu de la

contestation politique et sociale. La Kabylie compte environ 8,7 millions d'habitants, soit 21% de la population totale. En filigrane de ce scrutin, l'homme fort du régime reste le général Gaïd Salah qui dirige le pays. L'armée est, depuis l'indépendance de 1962, le véritable détenteur du pouvoir en Algérie. Cette élection n'a pas apaisé les manifestants du Hirak qui ont dénoncé, dès le lendemain, l'illégitimité du scrutin et qui poursuivent leurs demandes de changement total de régime politique.

✓ Notre opinion – *Compte tenu du profond déficit de légitimité du nouveau président et de son passé intrinsèquement lié au régime Bouteflika, le dialogue avec le peuple algérien va être particulièrement malaisé, voire impossible. La stratégie du nouveau pouvoir sera probablement de jouer l'apaisement en proposant des aménagements constitutionnels ou en renouvelant une partie de la classe dirigeante avec l'arrivée de responsables politiques plus jeunes. Mais les questions économiques vont rapidement revenir au centre de la problématique algérienne car la baisse des réserves en devises (issue d'un prix bas du pétrole et de dépenses excessives) se poursuit et trouble l'avenir politique, social et économique.*

Syrie : Pays ruiné et reconstruction très hypothétique

La guerre civile en Syrie entrera bientôt dans sa dixième année et les espoirs d'une stabilisation politique restent modérés car la guerre n'y est pas finie. Selon les dernières statistiques, peu fiables toutefois, le PIB du pays s'établirait à 17 Mds USD en 2017 pour 60 en 2010, soit une chute de 72%. Le pays compte toujours 5,7 millions de réfugiés à l'étranger, principalement dans les pays du Moyen-Orient limitrophes et la moitié de la population a été déplacée depuis le début du conflit.

Le PIB par habitant a chuté de 6 000 à 3 800 USD entre 2010 et 2019, contribuant à la paupérisation de la population. Alors que le cours officiel de la livre

syrienne est de 434 par USD, le cours au marché noir s'établit à plus de 1 000. L'ONU estime que onze millions de Syriens ont besoin d'une aide alimentaire dont cinq d'urgence. Cette aide ne parviendrait plus en Syrie car elles transitaient par le canal des banques libanaises et que la situation de liquidité en devises de ces établissements financiers les excluraient désormais des circuits de transferts. Les espoirs de reconstruction sont très faibles car les États-Unis et l'Union européenne conditionnent les aides éventuelles à un règlement politique préalable. Les pays du Golfe et la Chine sont à ce stade plutôt attentistes.

✓ Notre opinion – *La crise politique et économique au Liban devrait avoir des effets plutôt négatifs sur le voisin syrien en raison des liens, même ténus, entre les deux pays. La question des réfugiés syriens au Liban (920 000 personnes) pourrait redevenir d'actualité lorsque la crise économique va s'intensifier au Liban.*

Liban : Un nouveau Premier ministre et une nouvelle baisse de rating

Après sept semaines de discussions et la défection de trois candidats successifs dont Saad Hariri, un nouveau Premier ministre a été trouvé en la personne de Hassan Diab, ancien Ministre de l'éducation, soutenu par le Hezbollah et ses partis alliés mais pas par le parti de Saad Hariri (Courant du futur) ni les Forces libanaises. Le gouvernement est en cours de constitution. Des manifestants ont exprimé leur désapprobation dans les rues de Beyrouth.

L'agence de notation Fitch a dégradé de CCC à CC le rating du Liban, rapprochant la note du seuil de

défaut. De son côté, l'agence Moody's a dégradé à Ca le rating des principales banques libanaises (Audi, BLOM et Byblos). Dans l'ensemble du pays, les conversations des Libanais portent beaucoup sur le « haircut », c'est-à-dire sur les pertes qu'ils devront sans doute subir sur leur épargne déposée en banque afin d'éviter la matérialisation d'un risque systémique bancaire. La fourniture de livres libanaises en lieu et place de dollar américain en est déjà une première illustration.

✓ Notre opinion – *La problématique politique va maintenant porter sur la composition du gouvernement de H. Diab. Un gouvernement purement technocratique est peu probable, ce qui pourrait indisposer les pays ayant proposé leur soutien. Les marchés ont mal réagi et le prix des CDS s'est un peu détérioré.*

Afrique sub-saharienne

Afrique de l'Ouest : la monnaie commune « éco » ne verra pas le jour en 2020

Le projet d'une monnaie ouest-africaine unique, l'éco, annoncée en juillet dernier doit en principe aboutir d'ici à quelques mois en 2020. Cette monnaie commune a pour but de faciliter les échanges commerciaux entre les États tout en obtenant une meilleure compétitivité des économies de la zone. L'instauration d'une future monnaie commune implique que les pays de la zone franc (UEMOA) abandonnent le franc CFA alors que les autres renonceront à leur monnaie nationale. Par ailleurs, les pays doivent notamment respecter des critères de convergence comme la détention d'un stock de réserves en devises couvrant au moins trois

mois d'importations, un déficit budgétaire inférieur à 3% du PIB ou encore une inflation inférieure à 10%. Cette nouvelle monnaie sera administrée dans le cadre d'un régime de change flexible. Un cadre plus politique exigera également la lutte contre l'insécurité et la collaboration entre les pays membres de cette nouvelle communauté monétaire.

Or, à ce jour, seul le Togo respecterait les exigences et les critères nécessaires à la mise en place de cette monnaie unique. À titre d'illustration, le taux d'inflation avoisine les 12% pour le Nigéria.

✓ Notre opinion – *Le calendrier envisagé est beaucoup trop ambitieux compte tenu des défis rencontrés par les pays membres de la CEDEAO. Toutefois, les quinze chefs d'État vont se réunir le 21 décembre prochain pour examiner les recommandations sur le régime de cette monnaie. La probabilité d'une entrée en vigueur de l'éco en 2020 n'est pas réaliste et semble donc très faible en raison du manque d'efficacité de certains pays dans leur programme de réformes ou encore d'assainissements des finances publiques.*

Afrique du Sud : les entreprises publiques sud-africaines au bord du gouffre

À la demande du chef de l'État, Cyril Ramaphosa, la direction d'Eskom et les membres indispensables du personnel n'iront pas en congé pour la deuxième année consécutive. Cela a pour but de prévenir de tous futurs délestages. En effet, le pays vient de connaître une importante panne d'électricité en raison des intempéries qui nuisent à la production, de l'état précaire des anciennes centrales mal entretenues (37 ans en moyenne) et de suspicions d'actes de sabotage interne actuellement sous investigation policière. Ces événements se sont traduits par d'importantes pertes de mégawatts provoquant assez régulièrement des coupures d'électricité et donc des arrêts de production dans l'industrie minière privée. Le groupe doit donc procéder par roulement d'alimentation d'électricité en cours de journée afin d'assurer un service de livraison minimum.

Or, le gouvernement sud-africain vient tout juste de nommer André de Ruyter comme nouveau PDG d'Eskom. Cette nomination a pour but d'apporter un vent de renouveau à l'entreprise, qui croule sous une dette abyssale de 28 milliards USD. Et ce, malgré plusieurs plans de sauvetage de l'État... Eskom est loin d'être la seule compagnie publique dans la tourmente.

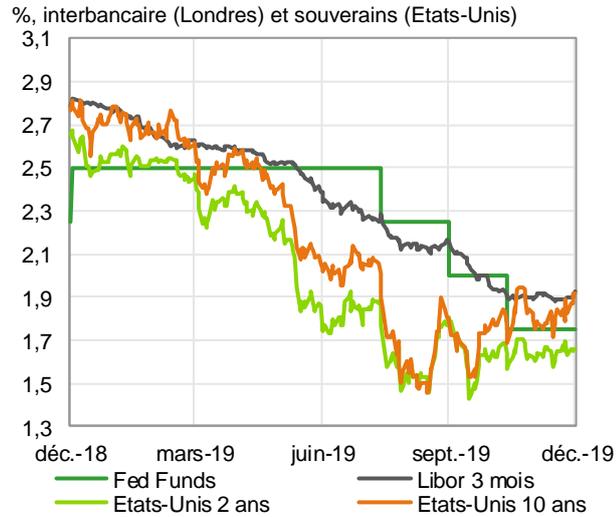
South African Airways (SAA), la compagnie aérienne nationale est également en grande difficulté financière. Très fortement endettée (781 millions USD), elle est également fortement déficitaire mais la transparence est faible en l'absence de comptes publiés pour l'année 2018. Des mouvements sociaux affectent la compagnie qui a connu le mois dernier une grève de sept jours ayant entraîné l'annulation de centaines de vols. Le mouvement a pris fin seulement après la signature d'un accord prévoyant une augmentation des salaires de 5,9%. Le gouvernement sud-africain vient de présenter le plan de sauvetage de 276 millions USD, dont la moitié provient de l'État, et l'autre moitié provient d'organismes prêteurs privés. Ce plan devrait également être accompagné par des mesures de restructuration : suppressions de postes, privatisation de plusieurs services du groupe et suppression de certaines destinations non ou peu rentables.

D'autres entreprises publiques souffriraient également d'une mauvaise gestion, notamment Prasa dans le transport ferroviaire, Denel pour l'armement et la SABC, entreprise de radio-télévision nationale.

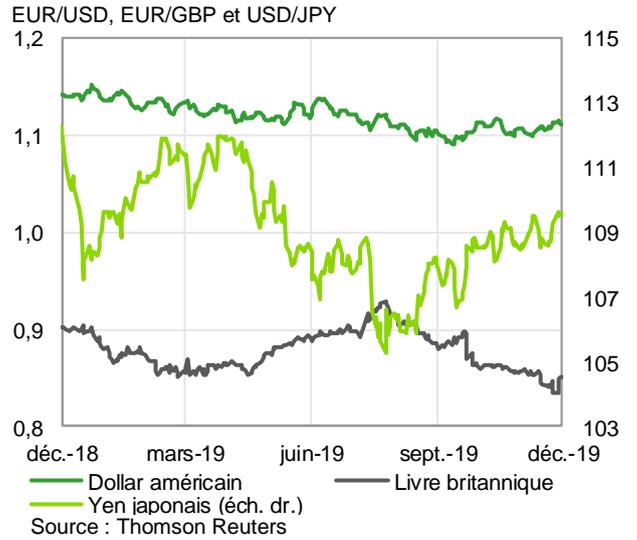
✓ Notre opinion – *Fortement endettées et affaiblies par des années de mauvaise gestion, les entreprises publiques en Afrique du Sud traversent de grandes difficultés financières aussi, en raison de la hausse de la corruption sous la présidence de Jacob Zuma (2009-2018). Pour ces quelques entreprises publiques (Eskom, SAA, Prasa, Denel et SABC), le gouvernement a injecté une somme totale de 9,3 milliards USD d'aides pour 350 milliards USD de PIB. Une forme d'urgence se fait jour pour que le gouvernement réforme rapidement et efficacement les entreprises publiques afin d'éviter des impacts préjudiciables à toute l'économie.*

Tendances à suivre

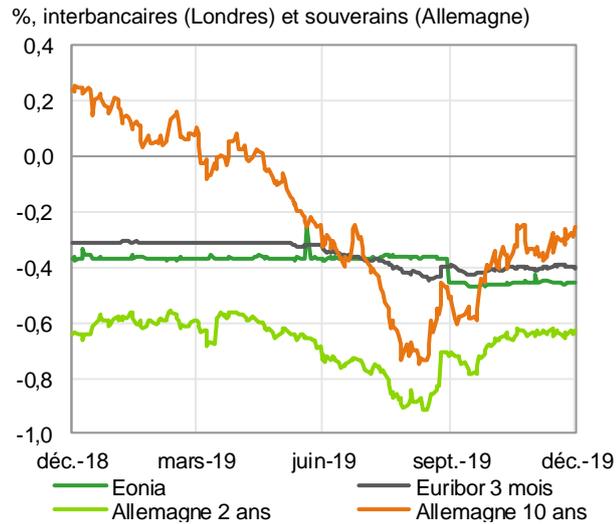
Taux d'intérêt en dollar américain



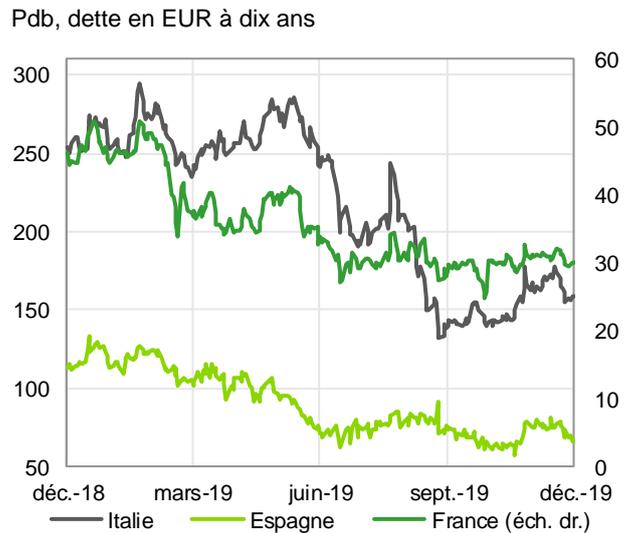
Taux de change des principales devises



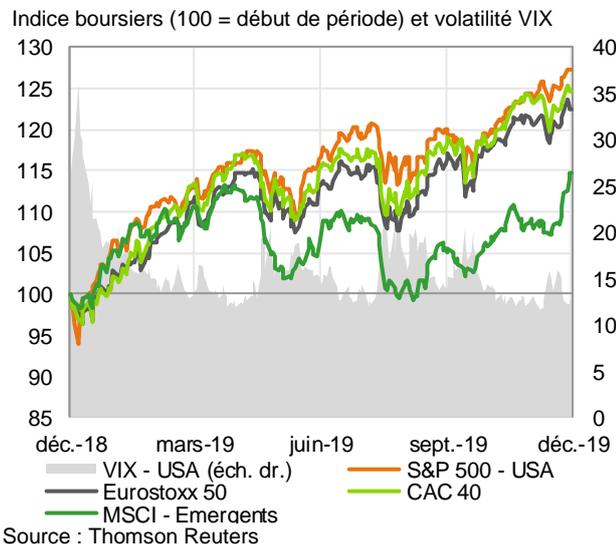
Taux d'intérêt en euro



Spreads souverains européens avec le Bund



Marché actions

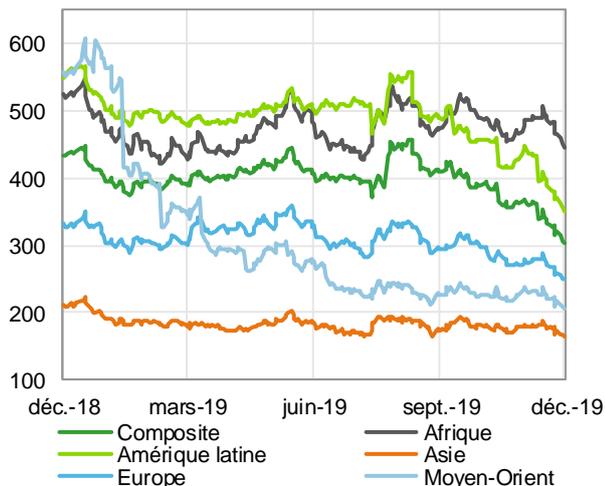


Cours de l'once d'or



Spreads souverains émergents avec le T-Bond

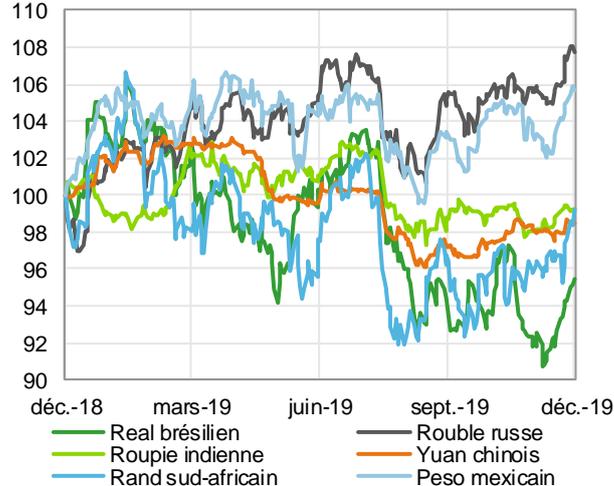
Indices EMBI+ (pdb, dette en USD de plus d'un an)



Source : JP Morgan

Devises émergentes

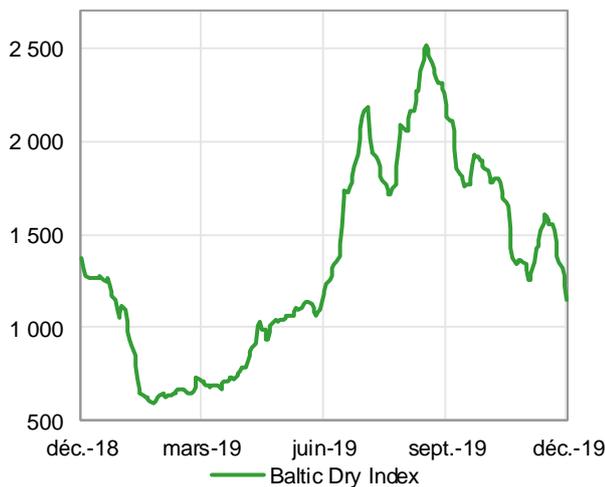
/USD (indice 100 = début de période)



Source : Thomson Reuters

Coût du transport maritime de vrac sec

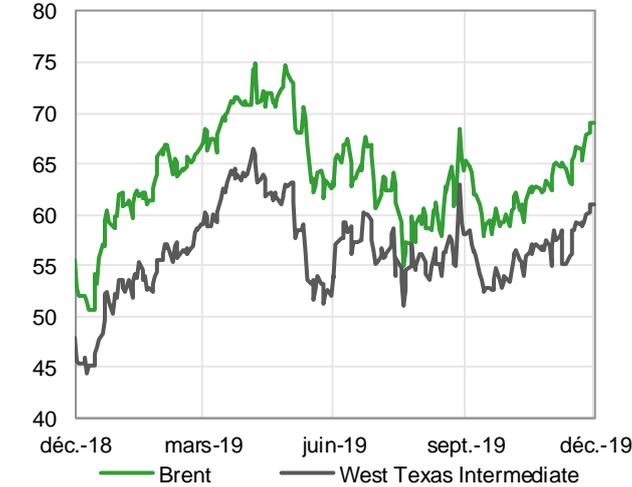
Baltic Dry Index (USD/point)



Source : Baltic Exchange

Cours du baril de pétrole brut en USD

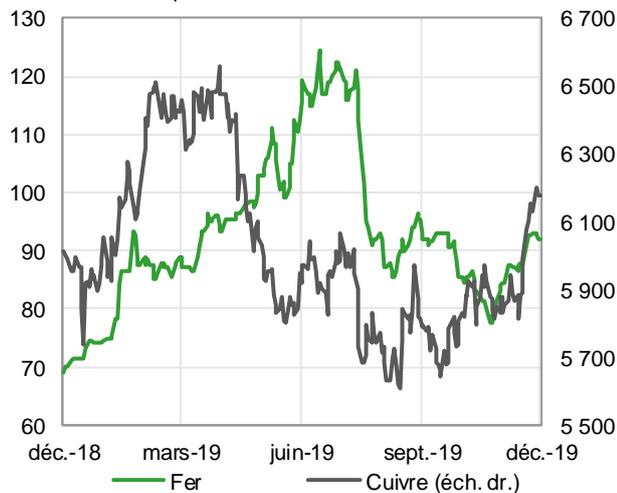
Brent (mer du Nord) et WTI (golfe du Mexique)



Source : Thomson Reuters

Cours des métaux

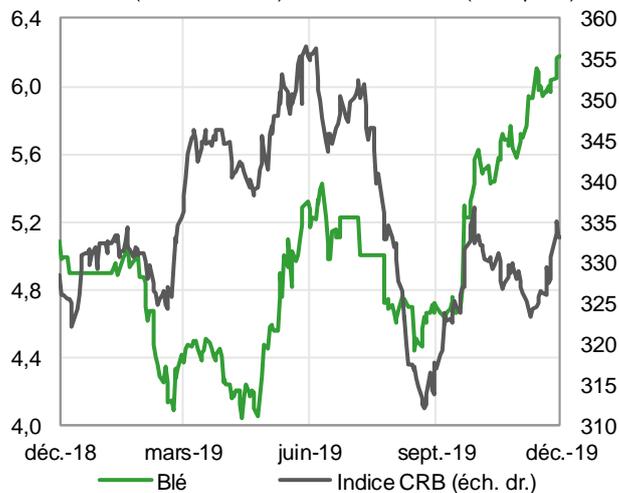
USD/tonne métrique



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 2020-2021 – 20 décembre

Un équilibre délicat

Prévisions économiques & financières

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 : Tancrede POLGE

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.