

Perspectives

Hebdomadaire – N°20/002 – 10 janvier 2020

MONDE – L'actualité de la semaine

L'équipe de *Perspectives Monde* vous présente ses meilleurs vœux pour 2020.

👉 Des marchés préparés à une géopolitique qui souffle le « chaud et le froid » ?

Les événements de cette semaine ont fait osciller les réactions des investisseurs sur les marchés entre aversion au risque en début de semaine et regain d'optimisme ce vendredi. La montée des tensions géopolitiques au Moyen-Orient après l'assassinat d'un haut général iranien par les États-Unis en Irak a fait craindre une escalade militaire entre les deux pays en début de semaine, provoquant un recul en cascade des marchés actions européens et américains, ainsi qu'une remontée du prix du baril de pétrole. En milieu de semaine, Donald Trump a désamorcé la situation en annonçant vouloir éviter la surenchère militaire au profit de sanctions économiques et financières plus poussées, une démarche qui a permis un retour au calme sur les marchés. Si la question géopolitique demeure une source de préoccupation majeure, les données macro-économiques de la semaine sont venues apaiser l'humeur des investisseurs. L'indice d'activité américain ISM dans le secteur non manufacturier a rebondi en décembre (à 55 points) suggérant une prolongation de la phase d'extension de la croissance. Les chiffres du commerce extérieur, avec un déficit en baisse à 43 milliards de dollars, contre 47 Mds le mois précédent, ont également été favorablement reçus. En zone euro, les enquêtes d'activité ont montré quelques signes d'amélioration de la croissance, même si l'activité industrielle ne se relève que timidement. L'amélioration des ventes au détail a également permis de conforter l'idée d'un soutien pérenne de la consommation à la croissance de la zone.

Dans cet environnement, les rendements des bons du Trésor américain à dix ans ont gagné 6 points et le Bund allemand près de 8 points. Les primes de risque se sont resserrées dans les pays du sud de l'Europe, grâce à des perspectives de croissance légèrement plus favorables.

Les marchés actions se sont tardivement redressés en affichant pour l'Eurostoxx des gains de 0,5% sur la semaine, tandis que le S&P500 enregistrait une performance légèrement supérieure à 1,2%.

Sur le marché des changes, l'euro s'est déprécié face au dollar de 0,7% et face à la livre sterling de 0,5% avec en toile de fond un soutien confirmé de la BoE, en cas de

dégradation significative de la croissance britannique. Le dollar a également renforcé son appréciation face au yen.

Sur le marché des matières premières, le pétrole a connu un mouvement de « montagnes russes » avec un pic à plus de 71 dollars le baril au plus fort de la crise entre les États-Unis et l'Irak pour retomber à 65 dollars après l'annonce de stocks de brut américains au-delà des attentes, faisant baisser le prix du baril.

Des marchés préparés à une géopolitique qui souffle le « chaud et le froid » ?	1
Conflit Iran/États-Unis et prix du pétrole : jeux de dupes?	2
France : retour de la croissance dans le secteur manufacturier au T4 2019	3
France: la grève affecte la confiance des ménages en décembre	4
Zone euro : inflation en hausse, mais loin de la cible en décembre. Changer la cible ?	4
Zone euro : les enquêtes d'activité suggèrent une très faible amélioration de la croissance en fin d'année	5
Zone euro : un regain d'optimisme au regard de la production industrielle de novembre	6
Italie : les ménages consomment plus au T3	6
Espagne : « Huit mois pour 10 secondes »	7
Ukraine : le contrat gazier qui réchauffe l'Europe centrale	9
Thaïlande : perspectives en demi-teinte pour 2020	10
Tunisie, Algérie, Liban : de nouveaux gouvernements en proie à de lourds défis politiques, économiques et sociaux	11
Arabie saoudite : Aramco et le retour à case départ	11
Ghana : des prévisions de croissance du PIB prometteuses	12

Editorial

Conflit Iran/États-Unis et prix du pétrole : jeux de dupes ?

Après l'assassinat ciblé du général iranien Soleimani par les États-Unis, le Moyen-Orient (fournisseur d'un tiers de l'offre mondiale en pétrole) est de nouveau sous les projecteurs. En guise de représailles, l'Iran a lancé des roquettes sur des bases militaires en Irak sans, néanmoins, atteindre des installations pétrolières, ni causer de pertes américaines. Les récentes déclarations de D. Trump après l'attaque iranienne suggèrent un apaisement des tensions entre les deux « belligérants », apaisement certainement temporaire, jusqu'à la prochaine crise... Si des tensions devaient croître à brève échéance, le monde devrait-il craindre une pénurie d'offre de pétrole ? En amont, deux scénarios sont envisageables : l'Iran peut délibérément attaquer des installations pétrolières dans la région et utiliser le pétrole comme une arme contre les États-Unis. La pénurie peut également être une victime collatérale des soulèvements orchestrés par l'Iran dans la région.

Une attaque sur des infrastructures pétrolières dans le golfe Arabo-persique provoquant une flambée des cours du pétrole, impactant le pouvoir d'achat de la classe moyenne américaine pendant une année d'élection présidentielle ? Ce pourrait être tentant. Elle donnerait en outre un petit coup de pouce aux revenus de l'Iran qui parvient toujours à exporter environ 200 000 barils de pétrole par jour. Toutefois, une telle attaque pourrait se révéler risquée en ayant seulement des impacts à court terme. Hormis l'Iran, les gros producteurs de pétrole dans le golfe Arabo-persique sont l'Arabie saoudite, l'Irak, les Émirats Arabes Unis (EAU), le Koweït et Oman. Mettre hors d'usage uniquement des installations pétrolières dans les EAU ou au Koweït en épargnant les capacités d'Arabie saoudite serait tactiquement peu efficace. Grâce à ses capacités excédentaires, l'Arabie saoudite pourrait compenser une partie ou la totalité des capacités endommagées. La destruction d'installations pétrolières saoudiennes aurait indéniablement un impact plus fort sur l'offre, le prix du pétrole et les bourses régionales, mais l'organisation d'une telle attaque serait à la fois difficile et risquée. Après l'attaque de septembre dernier d'un site saoudien, on peut raisonnablement supposer que les installations critiques saoudiennes sont surveillées et protégées. L'Iran ne peut plus compter sur l'effet de surprise. Cette attaque a aussi mis en évidence les capacités d'organisation de l'Arabie saoudite propres à restaurer rapidement une partie des capacités endommagées : une telle issue serait de nouveau probable. Par ailleurs, on peut raisonnablement estimer que toute attaque militaire revendiquée par l'Iran contre les installations saoudiennes déclencherait une pluie de missiles américains sur l'Iran en guise de représailles.

L'Iran peut, une fois de plus, menacer de bloquer le détroit d'Ormuz. Outre les questions de faisabilité technique d'une telle opération sur ce détroit stratégique, la

mise à exécution de ses menaces paraît peu probable. À plusieurs reprises (dans les années 80 pendant la guerre Iran/Irak, au début des années 2010 et plus récemment), l'Iran a déjà proféré de telles menaces sans jamais passer à l'acte. Même s'il est techniquement faisable, le blocage complet du détroit d'Ormuz gênerait moins les États-Unis que d'autres gros consommateurs de pétrole comme la Chine, pays membre du Conseil permanent de sécurité avec la Russie pas farouchement opposée au régime iranien. Par ailleurs, grâce au développement du pétrole de schiste, les États-Unis sont moins exposés aux importations de pétrole en provenance du Golfe et moins vulnérables aux désordres du Moyen-Orient. Enfin, une telle opération navale par l'Iran donnerait, très vraisemblablement, le prétexte tant attendu par les faucons américains pour déclencher une opération militaire d'envergure contre un pays de « l'Axe du Mal ».

En revanche, l'Iran est susceptible de continuer à promouvoir des actions de guérilla par procuration où il excelle en Irak et au Yémen, en s'appuyant sur les milices qui lui sont loyales. Une telle stratégie forcera les États-Unis à augmenter le nombre de soldats au Moyen-Orient et conduira au départ des travailleurs expatriés des compagnies pétrolières étrangères, avec probablement des impacts sur la production irakienne de pétrole. Chevron et CNPC (la compagnie nationale pétrolière chinoise) ont déjà annoncé le retrait de leur personnel expatrié opérant en Irak. L'Iran devrait toutefois faire preuve de retenue, pour éviter toute réaction excessive de la part d'un président américain d'autant plus irascible qu'il est en pleine campagne électorale.

Deux scénarios sont donc imaginés. Notre scénario central se base sur une baisse progressive de la prime de risque géopolitique sur le prix du pétrole. Dans un climat d'apaisement et sans action militaire significative frappant une installation pétrolière, le prix du pétrole dépendra essentiellement de l'offre et de la demande. Le risque d'une tendance baissière liée à un possible essoufflement de la croissance économique mondiale sur 2020 est maintenu et conduit à retenir un prix moyen de 62 dollars par baril en 2020 (56 en 2021). Moins probable, notre scénario alternatif considère une importante pénurie de pétrole au Moyen-Orient début 2020, déclenchant une flambée du prix du pétrole sur les trois premiers trimestres de 2020. Cette envolée redynamisera les activités de forage aux États-Unis, comme en 2018. Ce regain d'activité provoquera une augmentation de l'offre, suscitant une correction des prix du pétrole sur 2021 comme cela avait été le cas au quatrième trimestre 2018. Ce scénario conduit à émettre l'hypothèse d'un prix moyen de 79 dollars le baril en 2020 (58 en 2021).

Zone euro

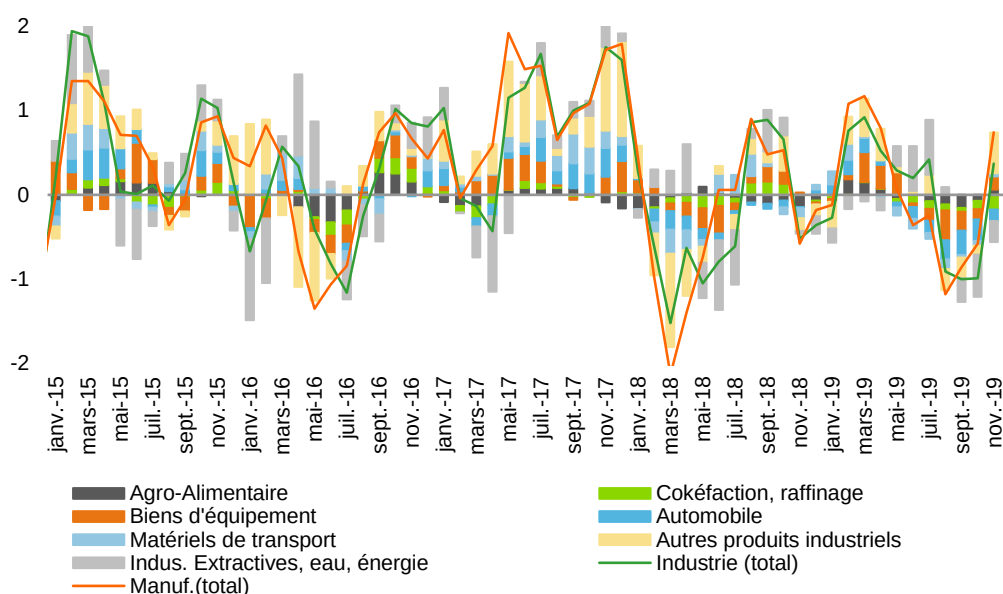
France : retour de la croissance dans le secteur manufacturier au T4 2019

Après avoir progressé de 0,6% sur un mois en octobre, la production manufacturière est quasi stable (-0,1%) en novembre et progresse même de 0,3% dans l'ensemble de l'industrie. L'acquis de croissance pour l'ensemble du quatrième trimestre est ainsi de 0,8% pour la production manufacturière et 0,7% dans l'ensemble de l'industrie. Après deux trimestres de contraction, la croissance de la production manufacturière sera donc positive au quatrième trimestre (il faudrait une chute de la production d'au moins 2,5% en décembre pour que

la croissance soit négative au quatrième trimestre, ce qui paraît très improbable).

En détail, sur trois mois glissants, la production est particulièrement dynamique dans les biens d'équipement, la pharmacie et la chimie (inclus sur le graphique dans autres produits industriels). A l'inverse, elle se contracte dans la cokéfaction et le raffinage, ainsi que dans les industries de l'énergie et de l'eau.

Croissance dans l'industrie et contribution par branche
(3m/3m, pp et %)



Source : INSEE, Crédit Agricole S.A.

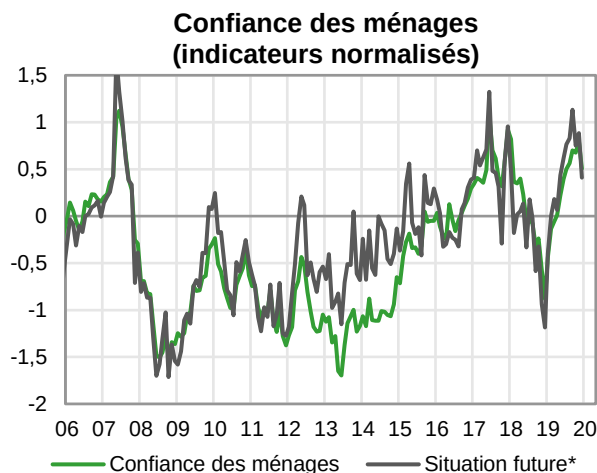
Notre opinion – Nos premières estimations anticipaient une stabilisation, voire une légère progression de la production du secteur manufacturier au quatrième trimestre, après deux trimestres de contraction. Selon toute vraisemblance, les données seront encore plus positives. Les enquêtes de conjoncture restent plus mesurées et à des niveaux proches de leurs moyennes historiques, indiquant plus une stabilisation qu'une reprise durable de la production. Nous surveillerons donc l'évolution de la production manufacturière dans les prochains mois. En effet, si ces chiffres sont très positifs, une reprise temporaire au quatrième trimestre qui viendrait majoritairement garnir les stocks pourrait être suivie d'un repli de l'activité au trimestre suivant.

France: la grève affecte la confiance des ménages en décembre

La confiance des ménages perd 3 points en décembre à 102. Elle se maintient cependant au-dessus de sa moyenne de longue période (100). C'est la première baisse enregistrée depuis le mois de décembre 2018. Ainsi, en novembre et en décembre 2018, la confiance des ménages avait chuté de 4 et 3 points respectivement en plein cœur du mouvement des gilets jaunes, des baisses importantes de l'ampleur de celle observée au mois de décembre. Les mouvements sociaux semblent donc affecter directement la confiance des ménages. À la fin du mouvement des gilets jaunes, la confiance des ménages a rapidement rebondi. De la même manière, en décembre 1995, lors des grèves en opposition à la réforme Juppé sur les retraites et la Sécurité sociale, la confiance des ménages avait perdu 4 points.

En décembre, les baisses les plus marquantes viennent des soldes d'opinion sur les perspectives d'évolution de leur situation financière personnelle, sur la capacité d'épargne future et sur les perspectives d'évolution du niveau de vie. Les ménages s'inquiètent donc de leur situation financière future,

ce qui semble logique en période d'incertitude sur les régimes de retraites.



Source : INSEE, Crédit Agricole S.A.

* La situation future correspond à la moyenne des soldes d'opinion normalisés (sur la période 2000-2019) sur les perspectives d'évolution de la situation financière personnelle, sur la capacité d'épargne future et sur les perspectives d'évolution du niveau de vie en France.

✓ Notre opinion – La grève en opposition à la réforme des retraites a désormais battu des records de longévité, alors que le gouvernement et les syndicats sont encore en discussion et en opposition sur certains points, tels que la mise à place d'un âge pivot. Le premier impact visible de la contestation est sur la confiance des ménages, un indicateur qui est généralement le premier touché lors des mouvements sociaux. L'impact sur la consommation et la croissance serait cependant plus limité. Si certains secteurs comme le tourisme (notamment à Paris) et la consommation de services de transport vont être touchés par la grève, les conséquences sur la croissance des contestations sociales restent habituellement assez faibles. Pour l'instant, nous ne remettons pas en cause nos prévisions de croissance, que ce soit pour le quatrième trimestre 2019 (+0,3%) ou pour le premier trimestre 2020 (+0,2%).

Zone euro : inflation en hausse, mais loin de la cible en décembre. Changer la cible ?

Le taux d'inflation était en hausse en décembre dans la zone euro. L'accélération du rythme de croissance des prix a été important de 1% en novembre à 1,3% en décembre et a concerné toutes les grandes économies de la zone, y compris celles où l'inflation est plus faible. La remontée de l'inflation est redevable principalement de la forte hausse des prix de l'énergie qui ont retrouvé un taux de croissance positif. Les biens industriels hors énergie continuent, en revanche, à croître au faible rythme de 0,4% sur

un an, ceux des services au rythme plus soutenu de 1,8%, mais en légère décélération. Les mouvements fondamentaux qui soutiennent l'évolution des prix restent encore très peu dynamiques. Les prix à la production étaient encore en baisse sur un an en novembre (-1,4%) et la croissance des coûts horaires de main-d'œuvre commence à entamer une phase de ralentissement au troisième trimestre (2,6%, après 2,8% au T2) exerçant à l'avenir une moindre pression sur les prix de vente.

✓ Notre opinion – Des mutations structurelles dans l'économie créent des pressions déflationnistes lorsque l'espace pour la conduite d'une politique monétaire conventionnelle est très limité, voire épuisé. Le cadre actuel de ciblage de l'inflation est sous pression et remis en question dans la plupart des juridictions monétaires. Plusieurs options s'offrent aux Banques centrales :

✓ Poursuivre l'accommodation dans le cadre du ciblage actuel de l'inflation, s'armant de patience et d'efforts de conviction, tant qu'il n'y a pas de preuve claire que l'inflation est revenue à la cible de façon soutenable. Il s'agit donc d'accepter un peu plus d'inflation à l'avenir, réduisant la contrainte sur le taux d'intérêt plancher aujourd'hui. Cela ressemble beaucoup au statu quo pratiqué par la BCE, mais aussi la Fed et les Banques d'Angleterre et du Canada. La poursuite de cette politique dans la durée demanderait des petits changements dans la communication des Banques centrales. Elles devraient

admettre plus explicitement la flexibilité dont elles font usage dans la poursuite de la cible et communiquer leur engagement à poursuivre cette stratégie.

- ✓ *Changer temporairement la cible d'inflation pour construire une architecture biaisée en faveur d'une plus forte accommodation monétaire, lorsque le taux d'intérêt plancher est atteint. Une version moins radicale de cette stratégie serait de passer du ciblage d'un chiffre précis d'inflation à une moyenne.*
- ✓ *Une approche plus radicale serait d'augmenter définitivement la cible d'inflation. Si les anticipations d'inflation s'ancraient à cette nouvelle cible, la fréquence des épisodes où le taux d'intérêt atteint son niveau plancher serait réduite. Cette stratégie demanderait une profonde réflexion sur la pondération entre les bénéfices d'épisode moins fréquents de taux d'intérêt au plancher et les coûts d'une inflation plus élevée de façon permanente.*

Cette réflexion sera l'objet des revues stratégiques planifiées pour l'année 2020 par les principales Banques centrales. Entre temps, les tensions entre les États-Unis et l'Iran pourraient venir compliquer cette réflexion

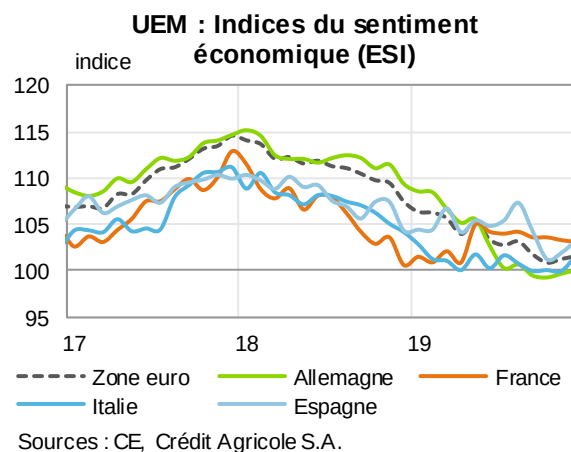
Un choc pétrolier conduisant à une hausse permanente de l'inflation et à une baisse de la demande agrégée mettrait sur la table des Banques centrales l'équation compliquée de la stagflation : un dilemme entre la nécessaire remontée des taux pour juguler l'inflation et la nécessaire baisse pour relancer l'activité. Nous avons dessiné ce scénario risque où le prix du pétrole augmenterait à 80 dollars, soit de 30% par rapport à notre scénario central. Cette hausse serait néanmoins très temporaire, contrée rapidement par la remontée de la production américaine qui agirait en stabilisateur du prix sur le niveau de notre scénario central.

Le risque stagflationniste semble donc écarté et l'agenda des Banques centrales ne devrait pas être perturbé. Néanmoins, des voix dissonantes au sein du Conseil des gouverneurs de la BCE pourraient se saisir d'une remontée temporaire de l'inflation pour gagner en tonalité et appeler à une remontée des taux. On espère que la mémoire des erreurs passées (2011 pour s'entendre) soit encore bien vive.

Zone euro : les enquêtes d'activité suggèrent une très faible amélioration de la croissance en fin d'année

La publication définitive des indices d'activité des directeurs d'achat (PMI) en zone euro pour le mois de décembre n'a pas apporté de grands bouleversements sur les perspectives de croissance en fin d'année. L'activité y est décrite comme étant globalement stable, mais avec des disparités encore assez marquées entre pays et l'atonie du secteur industriel ressort toujours comme étant la principale préoccupation. Si l'activité globale se rapproche de la stagnation, elle apparaît néanmoins encore soutenue en France et en Espagne (où les indices composites se maintiennent au-dessus de 52 points) et en très faible amélioration en Allemagne (dont l'indice composite repasse au-dessus des 50 points pour la première fois depuis quatre mois). En Italie, la croissance s'annonce toutefois plus faible qu'au trimestre précédent, avec un indice d'activité qui franchit le seuil de contraction. Dans l'ensemble des pays, la situation du secteur manufacturier continue de peser sur la croissance qui bénéficie néanmoins du soutien des activités de services, principalement domestiques et qui permettent un atterrissage en douceur de la zone. L'indice du sentiment économique en zone euro atteint 101,5 points, son plus haut niveau des quatre derniers mois. L'enquête de la Commission révèle que l'ensemble des pays estime que la situation économique est en voie d'amélioration à l'exception de la France, où les grèves sont venues ternir le jugement des entreprises en décembre. Les enquêtes industrielles soulignent une détérioration de la situation allemande, une stabilité en France et

en Italie et un redressement du secteur en Espagne. Dans les activités de services, la situation est partout jugée plus optimiste. Dans la vente au détail, l'Italie et l'Espagne ressortent comme bénéficiant d'un surcroît d'activité, alors qu'en Allemagne et en France, les ventes ne se relèvent pas. Dans la construction, l'activité accélère en France et en Allemagne, mais continue de marquer le pas en Espagne et en Italie. L'indice de confiance des consommateurs demeure partout plus pessimiste, à l'exception de l'Italie. La faiblesse de l'activité continue de faire craindre un ralentissement plus prononcé de l'emploi avec des conséquences négatives pour les revenus et la consommation des ménages.

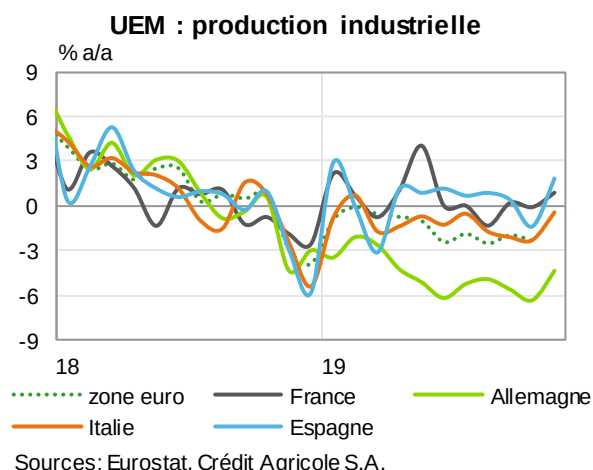


✓ **Notre opinion** – Les enquêtes PMI et ESI ne suggèrent qu'une timide amélioration de la situation économique de la zone euro en fin d'année, sans pour autant déclencher un sentiment d'euphorie. Le rebond du secteur industriel semble s'éloigner et le dynamisme des activités de services n'est pas durablement garanti.

👉 Zone euro : un regain d'optimisme au regard de la production industrielle de novembre

En Allemagne, la production industrielle hors énergie et construction a augmenté de 1% sur un mois en novembre, redonnant ainsi quelques espoirs d'une sortie prochaine de récession du secteur. Ce rebond provient essentiellement de la production en biens d'équipement, en progression de 2,4% sur le mois et dans une moindre mesure des biens de consommation (+0,5%). La production en biens intermédiaires recule en revanche de 0,5% ce mois-ci. L'acquis de croissance laissé par la production industrielle pour le dernier trimestre est de -1,3%, soit une croissance plus faible que celle réalisée au T3 (-1,1% sur le trimestre). Les commandes du mois de novembre se sont cependant montrées décevantes avec un recul de 1,3% en grande partie à cause de la demande étrangère qui accuse un repli de 3,1% sur le mois. Toutefois, le détail par branche révèle un rebond des commandes automobiles et des produits informatiques et électroniques. En France la production industrielle continue de croître à un rythme très satisfaisant (+0,3% sur un mois en novembre). En Italie, elle a progressé de 0,1% et en

Espagne de 1%, ce que l'on peut considérer comme des résultats encourageants après plusieurs mois d'atonie du secteur. Au global, la production industrielle en zone euro pourrait ainsi rebondir de 0,6% en novembre après -0,7% en septembre.



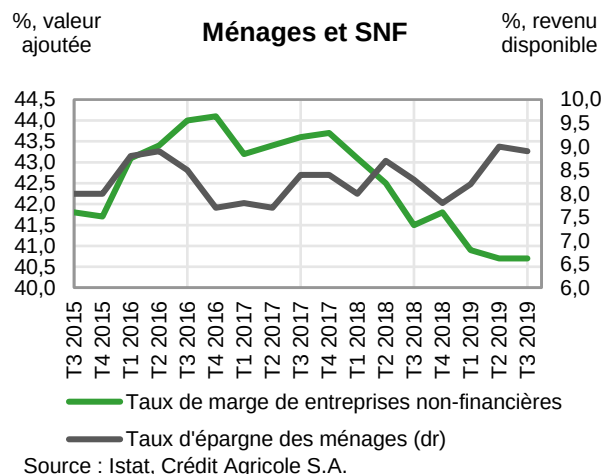
✓ **Notre opinion** – La production industrielle en zone euro semble se redresser en fin d'année, portée par un regain d'optimisme naissant en Allemagne, mais aussi dans les pays du sud de l'Europe, Espagne et Italie. Si la situation du secteur demeure néanmoins encore préoccupante, un processus de reprise progressive semble toutefois entamé dans les grands pays de la zone laissant envisager une timide amélioration de la croissance dans les prochains mois.

👉 Italie : les ménages consomment plus au T3

Les comptes des secteurs institutionnels enregistrent une accélération de la consommation des ménages au troisième trimestre. Synthèse de la progression du revenu brut disponible et de la stabilité des prix, le pouvoir d'achat des ménages italiens a progressé de 0,3% sur le trimestre précédent (1% au T2). Les gains ont alimenté la consommation, qui accélère de 0,1% au T2 à 0,4% au T3 du fait d'une réduction du taux d'épargne, de 9% à 8,9%. L'investissement des ménages a également progressé modérément, de 0,4%, laissant le taux d'investissement stable au T3, à 5,8%.

Le taux de marge des sociétés non financières ressort stable au T3, à 40,7%, en raison de la progression de la valeur ajoutée et du résultat brut d'exploitation, qui affichent tous les deux une variation de 0,5% sur le trimestre en ligne avec celle des coûts salariaux. Après le léger recul du T2, l'investissement des entreprises a rebondi au T3 et

affiche une progression de 0,6% sur le trimestre, ce qui a fait augmenter le taux d'investissement de 21,3% à 21,4%.



☑ **Notre opinion** – Le pouvoir d'achat des ménages reprend de la vigueur : en glissement annuel, il enregistre deux trimestres d'accélération pour s'établir à +1,5% au T3. Face à une inflation qui reste extrêmement contenue, les ménages ont eu l'opportunité de continuer de rattraper la perte subie depuis de la dernière crise (sur la période 2007-2018, le pouvoir d'achat des ménages a reculé de 6%). À la différence du premier semestre, où les ménages avaient reconstitué leur épargne et leurs investissements, les ménages ont été plus favorables à la consommation au T3. Les dépenses des ménages ont été tirées par une forte progression des biens durables et semi-durables, tandis que les services et les biens non durables affichent des progressions plus modérées. Pourtant, cela ne les a pas empêchés de continuer de reconstituer leur patrimoine immobilier, profitant des conditions de crédit souples et des niveaux de prix extrêmement déprimés.

La dégradation progressive du taux de marge des entreprises est en lien avec la maturité du cycle manufacturier : les entreprises du secteur industriel signalent dans les enquêtes du T4 que la demande est devenue l'obstacle plus important à l'activité. L'investissement a résisté au T3 ; mais, en glissement annuel, l'affaiblissement progressif devient évident. En prévision, les commandes à l'industrie sont en progression depuis trois mois (y compris celles provenant de l'étranger), mais le cadre reste celui d'une stagnation. Redynamiser la demande domestique dans un contexte hostile pour la demande externe devient nécessaire. Les gains en pouvoir d'achat des ménages constituent un bon point de départ.

👉 Espagne : « Huit mois pour 10 secondes »

Les mots prononcés par Pedro Sanchez alors qu'il prête serment au palais de la Zarzuela mercredi 8 janvier résument bien le long chemin de croix qui a donné naissance au premier gouvernement de coalition espagnole. Sept semaines de négociations auront été nécessaires pour sceller le sort de Pedro Sanchez après la répétition électorale du 10 novembre. Le leader socialiste a pu s'appuyer sur les 167 voix cumulées des socialistes, de Podemos et du PNV pour remporter le vote de confiance de l'assemblée à la majorité simple, dépassant ainsi les 165 votes contre les partis de droite. Son élection n'aurait cependant pas été possible sans l'abstention des députés de la gauche républicaine catalane (ERC) qu'il a âprement négociée au cours des deux dernières semaines, non sans difficultés. En contrepartie, il s'est engagé à entamer un processus de dialogue avec la région, en vue de parvenir à une solution politique au conflit.

L'accord de coalition rendu public le 31 décembre résume dans les grandes lignes le programme du nouveau gouvernement composé de quatre vice-présidents dont trois issus du PSOE et un de Podemos. Exceptés pour les ministères attribués à Podemos, le détail sur les équipes ministérielles n'a pas encore été dévoilé, mais les portefeuilles régaliens et ceux de l'économie devraient rester aux mains des socialistes. Carmen Calvo dirigera une vice-présidence qui inclura la coordination territoriale et restera la principale référente sur le dossier Catalan. Nadia Calvino, l'ancienne ministre de l'Économie au sein du premier gouvernement Sanchez, conserve son portefeuille, mais verra ses pouvoirs renforcés. Teresa Ribera sera en charge de la vice-présidence pour la transition écologique

et, enfin, Pablo Iglesias chapotera les affaires sociales et l'Agenda 2030. Au sein du nouvel exécutif, quatre ministères seront attribués à Podemos : Irene Montero sera ministre de l'Égalité, Yolanda Díaz, ministre du Travail, Manuel Castells, ministre des Universités et Alberto Garzón, ministre de la Consommation.

Le programme gouvernemental sur lequel s'appuie la coalition se veut résolument progressiste et met en avant son caractère social. Certaines des grandes mesures annoncées devraient figurer au budget 2020, telles qu'une augmentation de l'allocation par enfant à charge pour les familles vulnérables, qui pourrait se transformer à terme en revenu universel, l'indexation des pensions à l'inflation et une nouvelle hausse graduelle du salaire minimum pour atteindre 60% du salaire moyen. Le financement de ces mesures devrait s'accompagner d'une hausse des prélèvements obligatoires, dont une augmentation du taux d'IRPP de 2 points pour les revenus supérieurs à 130 000 euros et de 4 points pour ceux excédant 300 000 euros. Le gouvernement devrait également modifier l'impôt sur les sociétés pour les grandes entreprises pour s'assurer une imposition minimale de 15%, qui serait étendue à 18% pour les institutions financières et les sociétés d'hydrocarbures. Beaucoup commenté, l'accord ne prévoit pas une abrogation de la réforme du travail de 2012, mais entend modifier certains dispositifs en rétablissant notamment la prévalence des conventions collectives sectorielles sur les conventions d'entreprise et changer les règles de licenciement pendant les absences de salariés pour cause de maladie.

❑ **Notre opinion** – Malgré certains gages donnés par Pedro Sanchez (tels que la reconduite de Nadia Calvino à l'économie), le programme de la coalition inquiète. Les milieux d'affaires, mais aussi les agences de notation, ont réagi aux déclarations du 31 décembre, en pointant les risques qui pourraient peser sur la croissance si certaines mesures étaient mises en œuvre, notamment en ce qui concerne la législation du droit du travail qui pourrait pénaliser la flexibilité des entreprises en cas de ralentissement plus marqué. D'autres ont alerté sur les conséquences des hausses de l'impôts sur les sociétés et du coût du travail inhérent à l'augmentation du SMI sur la compétitivité espagnole et l'investissement.

Enfin, on peut s'interroger sur un possible dérapage des finances publiques face à l'augmentation des dépenses sociales qui risqueraient d'entraîner une aggravation du déficit public aujourd'hui à 2%. L'Espagne reste tenue par ses obligations européennes en terme d'équilibre budgétaire, mais après cinq années de croissance consécutives, la consolidation des finances publiques est restée limitée et le déficit structurel continue de se situer autour de 3%.

Avec cette investiture, le pays semble être sorti de l'instabilité politique. La polarisation de l'assemblée garantit à Pedro Sanchez de terminer son mandat, puisqu'une nouvelle motion de censure portée par la droite nécessiterait une majorité absolue. Cependant, ne reposant pas sur une majorité absolue, la capacité d'action du futur gouvernement devrait être limitée. Le prochain vote décisif devrait être celui du budget 2020 qui nécessitera, pour être validé, l'appui des députés indépendantistes. Or, l'actualité judiciaire continue de rythmer l'actualité politique et les derniers verdicts de la justice espagnole pourraient compliquer les négociations du gouvernement avec les partis catalans, notamment après le rejet par la Cour constitutionnelle de l'immunité parlementaire européenne de Oriol Junqueras et son maintien en détention et le verdict attendu aujourd'hui sur le sort de Quim Torra président de la région, sous le joug d'une possible suspension de son statut de député régional.

Pour finir, l'avenir de la coalition restera suspendu à la capacité des deux partis à maintenir leur entente. Alors que Podemos semblait être le grand gagnant de ce rapprochement en décembre, les informations distillées sur les nominations au sein du gouvernement laissent à penser que la Moncloa limite l'influence de la gauche radicale au sein de l'exécutif, en multipliant le nombre de vice-présidences d'une part (dont trois sont occupées par la garde rapprochée de Pedro Sanchez), et en mettant, d'autre part, sous tutelle les ministères acquis par Podemos, dont certains comme celui du travail ont été délestés d'une partie de leurs prérogatives.

Europe centrale et orientale, Asie centrale

Ukraine : le contrat gazier qui réchauffe l'Europe centrale

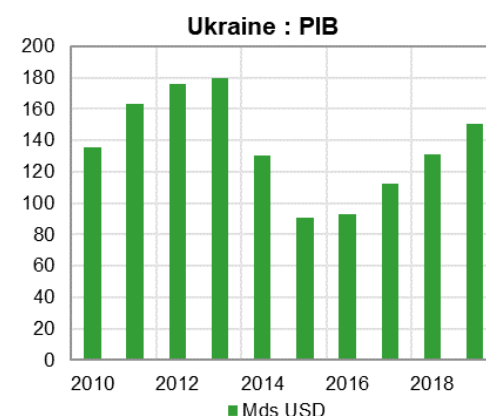
Le renouvellement du contrat gazier entre la Russie et l'Ukraine a été enfin signé le 31 décembre, après de longs mois de négociations. Pourtant, le risque de non-aboutissement des pourparlers était élevé, autant que les enjeux d'un éventuel échec : la mémoire de l'interruption de l'approvisionnement en gaz pendant les hivers 2006 et 2009 reste encore très vive en Europe centrale.

L'accord sur cinq ans signé entre Moscou et Kiev permet donc le transit de gaz entre la Russie et l'Europe. Les volumes (65 milliards de mètres cubes en 2020 et autour de 40 par la suite), ainsi que l'impôt prélevé sur ce transit ont été négociés entre les deux pays.

Ce contrat représente pour l'Ukraine un total d'entrée en devises de 7 milliards de dollars, ainsi que 2,9 milliards d'amende et intérêts que Gazprom a dû payer à son homologue ukrainien Naftogaz. Presque 7% du PIB du pays répartis sur cinq ans représentent une manne économique importante pour le budget d'un gouvernement très ambitieux en termes de réformes à mener dans un contexte de redressement économique.

En revanche, depuis 2015, l'Ukraine ne se fournit plus directement en gaz russe, mais achète aux autres pays européens le gaz nécessaire à ses besoins domestiques.

Il n'est toutefois pas impossible qu'une ouverture sur ce thème puisse se produire dans les prochains mois, si les négociations se poursuivent.



Source : FMI

✓ Notre opinion – Cette signature, combien difficile et laborieuse à obtenir, représente un succès à la fois politique et économique pour les deux présidents.

Le président Zelensky peut se féliciter d'avoir pu instaurer un dialogue avec la Russie et d'avoir obtenu un contrat plus attractif qu'avant pour les intérêts de son pays.

Certes, le marché européen est toujours très dépendant du gaz russe (35% de la consommation), mais il l'est de moins en moins du transit ukrainien et le sera encore moins avec la mise en fonction du gazoduc Nord Stream2. Ce gazoduc, très sensible politiquement puisque justement il contourne l'Ukraine, est en construction depuis la validation du projet par le Danemark, où l'installation du réseau se poursuit à grande vitesse grâce aux moyens extraordinaires déployés par Gazprom. La mise en production est prévue pour 2020, même si des retards sont envisageables.

Par ailleurs, l'échange de prisonniers qui a eu lieu en décembre, juste avant l'aboutissement des négociations, marque également une forme de stabilisation des relations entre les deux pays, même si nous sommes encore loin d'une véritable résolution du conflit russo-ukrainien.

Asie

Thaïlande : perspectives en demi-teinte pour 2020

L'année 2019 a été marquée par un fort ralentissement de l'expansion de l'économie thaïlandaise. La croissance du PIB s'est limitée à 2,4%, après deux années successives au-delà de 4%. Cette modeste performance s'explique en particulier par un fort recul de la demande extérieure, dans un contexte marqué par le conflit commercial sino-américain et l'appréciation de la monnaie locale (baht).

Les exportations thaïlandaises se sont contractées de 4,4% au cours de l'année écoulée. Ce net recul est le fruit du ralentissement des échanges dans la zone et de l'érosion de la compétitivité causée par la vigueur du baht, dont le taux de change effectif nominal a gagné 8% sur la période. Les activités du pays étant majoritairement tournées vers l'exportation (65% du PIB), cette réduction a engendré un moindre dynamisme de la demande intérieure et notamment de l'investissement. Le secteur manufacturier, tourné en particulier vers l'électronique et l'automobile, s'est contracté de 3,2%. Le taux d'utilisation a décliné à 64%, alors que des effets négatifs sur l'emploi dans l'industrie ont commencé à se faire sentir au troisième trimestre. Du côté des services, les dépenses des touristes dans le pays ont décliné sous le coup de l'appréciation de la monnaie, malgré la hausse de la fréquentation. Ainsi, si la croissance des dépenses des ménages est demeurée dynamique, elle est néanmoins limitée dans son expansion par la pression sur les revenus.

Dans ce contexte, l'accord commercial partiel entre les États-Unis et la Chine annoncé en décembre devrait contribuer à dégager les débouchés commerciaux du pays. Par ailleurs, des mesures d'expansion budgétaire doivent entrer en vigueur avec la mise en œuvre d'un plan de relance de 10 milliards de dollars (budgété sur 2019), assorti d'une hausse des dépenses publiques de 7% en 2020. La Banque centrale a, par ailleurs, baissé son principal taux directeur de 25 points de base par

deux fois en 2019. Son gouverneur a indiqué qu'il se tenait prêt à intervenir à nouveau, si l'économie venait à décevoir. Pourtant ces assouplissements successifs n'ont pour le moment pas permis d'endiguer l'appréciation du baht. De plus, l'institution a fait part de ses inquiétudes vis-à-vis des possibles implications négatives d'une baisse prononcée des taux sur la stabilité financière. Ainsi, il est probable qu'elle se limite à des ajustements réglementaires (sur les bénéfices des entreprises exportatrices, par exemple) sans modification significative de taux. À l'aune de ces différents facteurs, la croissance du PIB attendue pour 2020 s'élève à 3,0%, légèrement supérieure à 2019, mais nettement inférieure à la tendance antérieure.

Au-delà de ces éléments conjoncturels, la Thaïlande dispose à moyen terme de forces, mais est aussi exposée à certains risques. Tout d'abord, le pays connaît une période prolongée de très faible chômage et la structure de sa population active devrait lui garantir la pérennité de ce bénéfice pour les années à venir. La balance courante du pays est par ailleurs structurellement excédentaire. Enfin, l'accumulation de faibles déficits a conduit à un niveau d'endettement public mesuré, qui laisse au gouvernement une grande latitude budgétaire. Ce dernier élément contraste avec le comportement des ménages, dont l'endettement massif s'accroît, représentant aujourd'hui 75% du PIB. Un second facteur de risque réside dans la forte exposition à un ralentissement de l'économie chinoise ou au rapatriement de certaines activités. Finalement, la principale incertitude qui pèse à moyen terme sur l'économie du pays provient de la sphère politique. Le pays a connu deux coups d'État ces quinze dernières années et l'armée demeure la force dominante au sein de l'appareil gouvernemental. Si des élections ont eu lieu en mars dernier, le spectre politique demeure extrêmement polarisé et instable.

✓ Notre opinion – Le pays devrait poursuivre sa croissance à un rythme d'environ 3% pour les années à venir, avec cependant des incertitudes liées à son environnement commercial et aux risques financiers et politiques internes. À plus long terme, la question du modèle de croissance du pays se pose du fait de l'érosion de la compétitivité de ses activités exportatrices. Dans un environnement régional très concurrentiel, la transition vers des activités à plus forte valeur ajoutée sera difficile. Par ailleurs, la dynamique démographique adverse aura pour conséquence une décline prolongée de la population active, déjà amorcée en 2019, qui limitera la croissance potentielle.

Afrique du Nord, Moyen-Orient

Tunisie, Algérie, Liban : de nouveaux gouvernements en proie à de lourds défis politiques, économiques et sociaux

Trois pays de la région viennent de se doter de nouveaux gouvernements et leur point commun est de faire face à des défis politiques, économiques et sociaux d'une ampleur sans précédent dans leur histoire récente. Le classement de ces pays selon les défis croissants nous amène de Tunisie à l'Algérie, puis au Liban.

En **Tunisie**, le nouveau président K. Saïed, juriste et universitaire a nommé pour Premier ministre H. Jemli, un ancien secrétaire d'État proche du parti islamiste Ennahda. Son gouvernement est majoritairement composé de personnalités indépendantes et technocratiques, après l'échec du ralliement de membres de partis représentatifs et présents au Parlement. Le premier défi du nouveau gouvernement, après celui de son approbation au Parlement, est de stabiliser l'économie en réduisant les déficits. Une politique économique qui devrait passer par une réduction du personnel de la fonction publique (et sans doute l'assentiment du syndicat UGTT) et ce dans un contexte financièrement tendu, avec les premiers remboursements à effectuer cette année auprès du FMI, après trois années de décaissements.

En **Algérie**, le président A. Tebboune, élu dans la controverse des manifestations populaires intenses et d'une très faible participation à l'élection, a nommé pour Premier ministre A. Djerad, ancien ministre sous l'ère Bouteflika. Onze des vingt-huit ministres du gouvernement étaient déjà en fonction lors du dernier mandat de l'ancien président Bouteflika, ce qui a plutôt intensifié le mécontentement populaire (le Hirak). Celui-ci estime que l'absence de renouvellement de la classe politique est un affront aux revendications de profonde modification du fonctionnement des institutions, d'une meilleure transparence et d'une réécriture de la Constitution. Les manifestations devraient donc se poursuivre. Le contexte militaire est aussi rendu plus complexe avec la disparition du général Gaïd Salah, même si l'ADN de l'armée, qui est de conserver le pouvoir

politique, reste inchangé. La situation économique est par ailleurs assez tendue avec des déficits jumeaux qui ne s'apaisent pas. Même si le faible niveau d'endettement public et l'absence de dette externe lui laissent un peu de temps, le gouvernement devra faire des choix douloureux dans les prochains trimestres pour réduire ses déséquilibres. Et ce alors que les décisions de politiques économiques se heurtent à l'absence de consensus de la classe dirigeante sur le poids de l'État et de celui du secteur privé dans l'économie.

Au **Liban** : le président Aoun a nommé fin 2019 l'ancien ministre et universitaire H. Diab au poste de Premier ministre. Comme le veut la Constitution, H. Diab est sunnite, mais il a été soutenu par le Hezbollah dont il est proche. La difficulté première est de créer un gouvernement, mais l'on ignore encore s'il réussira à nommer des responsables technocratiques et apolitiques, comme le demande le peuple et comme il le souhaite pour résoudre la grave crise que traverse le pays, ou s'il devra conserver une prédominance politique. En tout état de cause, les tensions politiques ne sont pas retombées, car le parti de l'ancien Premier ministre Saad Hariri ne lui accorde pas sa confiance, alors que les mouvements de contestation populaire sont dans l'attente de connaître la composition du futur gouvernement. Plus encore que dans les cas tunisien et algérien, le Liban fait face à une crise sociale, économique et financière et de confiance extrême. Le surendettement du pays et ses déficits externes et publics abyssaux, dans un contexte de croissance atone, ont détourné les investisseurs et la population des flux de financement habituels et la crainte d'un défaut sur la dette publique et d'une restructuration massive du système bancaire s'est singulièrement renforcée. La première tâche du gouvernement sera de redonner confiance et de créer un « comité de crise » pour répondre aux urgences financières.

 **Notre opinion** – *Le contexte social et géopolitique renforce les incertitudes sur la réussite des plans.*

Arabie saoudite : Aramco et le retour à case départ

Lors de l'introduction en bourse à Riyad de Saudi Aramco, la société de production nationale de pétrole et première capitalisation boursière au monde avait connu une hausse de 10% du cours de l'action dans les jours qui avaient suivi. La taille modeste du capital « flottant » (1,5%) et les incitations du pouvoir pour y participer ont été parmi les raisons de cette appréciation. L'introduction en bourse, opérée quelques semaines après l'attaque par missiles sur ses installations pétrolières avaient mis en lumière la vulnérabilité du producteur pétrolier aux risques

géopolitiques régionaux très élevés et ceci avait été l'une des raisons à l'absence de cotation sur une place boursière internationale. Depuis la recrudescence des tensions politiques et militaires entre les États-Unis et l'Iran suite à l'assassinat du général Souleïmani en Irak, l'indice boursier de l'Arabie (Tadawul) a cédé 4% et le cours de l'action Aramco est, pour sa part, revenu à celui de son introduction après une chute de 10% et ce malgré une hausse du prix du pétrole à 66 dollars le baril.

 **Notre opinion** – *La volatilité du titre devrait rester forte en raison des perturbations politiques et militaires.*

Moyen-Orient : l'escalade des tensions militaires entre les États-Unis et l'Iran et les conséquences géopolitiques vont faire l'objet d'une publication séparée

Afrique sub-saharienne

Ghana : des prévisions de croissance du PIB prometteuses

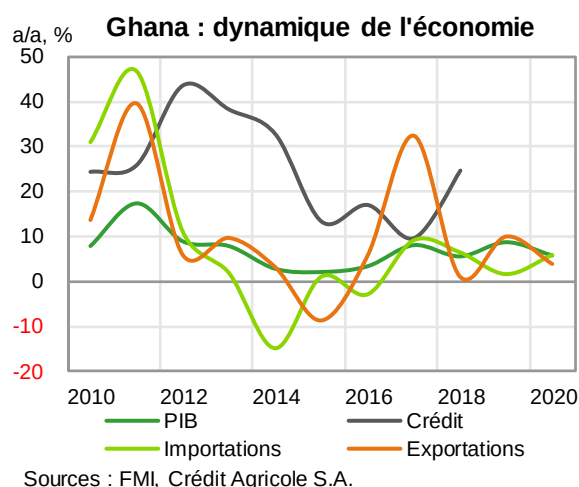
Le Ghana a connu une croissance du PIB de 8,1% en 2018 et 6,3% en 2019. Pour les prochaines années, le Fonds Monétaire International (FMI) estime la croissance du PIB à environ de 5% en moyenne annuelle, grâce aux nouvelles découvertes potentielles de pétrole et à l'exploitation minière. Cette croissance serait également soutenue par une diversification rapide de l'économie tirée par les efforts d'industrialisation et des projets publics en hausse, en raison des réformes appelées à renforcer les recettes fiscales.

En ce qui concerne la balance des paiements, le déficit courant pourrait augmenter à 4,7% du PIB en 2019, dans un contexte d'importation de matériels pour soutenir les investissements dans le secteur pétrolier. Il est encore incertain que le pays puisse passer, dans les années à venir, en excédents courants grâce à la montée en charge des exportations pétrolières. Ceci dépendra aussi des prix de marché du pétrole, de l'or et du cacao, principales sources d'exportation du pays.

Les finances publiques sont moins incertaines et sont plutôt expansionnistes et ceci provoque l'attention du FMI. La dette publique est en hausse en raison des recettes inférieures aux prévisions, du coût des programmes de développement et de dépenses liées à la sécurité. Celui-ci devrait donc atteindre 60% du PIB cette année, contre 56% en 2018. Le FMI appelle le gouvernement ghanéen à adopter un budget plus strict, pour éviter un risque

de surendettement futur. En 2019, le pays a également adopté un budget d'environ 13 milliards de dollars, en hausse de 27% par rapport à 2018. Le déficit budgétaire devrait également avoisiner les 4,9% du PIB. En 2020, le budget est également expansionniste : le Parlement vient d'approuver une dépense de 396 millions de dollars pour la construction et la réhabilitation de routes, d'autoroutes et de ponts.

À moyen terme, la hausse des prix à la consommation devrait se maintenir autour de 6%. Ce taux se situe dans la fourchette cible de la Banque centrale de 6% à 10%.



✓ Notre opinion – Le Ghana connaît une croissance robuste du PIB située entre 6% et 8% depuis trois ans. Le niveau de richesse par habitant progresse donc : le PIB par habitant est en hausse de 4,1%, entre 2006 et 2018 (il est passé à 1 641 dollars en 2017, ce qui est supérieur à la moyenne de 1 550 dollars en Afrique sub-saharienne). Ce taux de croissance élevé reste insuffisant pour améliorer la situation sociale, car les fruits de la croissance ont été mal répartis et ont accentué les inégalités sociales (ils ont surtout profité aux riches). Le nombre de millionnaires en dollars est passé de 1 900 en 2006 à 2 900 en 2016, et devrait presque doubler d'ici à 2026. En revanche, le nombre de pauvres n'a quasiment pas régressé. En moyenne, plus de 20% de la population du Ghana vit en dessous du seuil de pauvreté. Par ailleurs, le gouvernement fait preuve de peu d'efforts dans les dépenses consacrées à la protection sociale, car seulement 1,4 % de la richesse nationale y sont consacrés. La Banque mondiale a recommandé au pays de diversifier l'économie (qui dépend essentiellement de l'or, du pétrole, du gaz et du cacao qui représentent 70% des exportations totales du pays), afin de davantage stimuler la croissance tout en créant plus d'emplois.

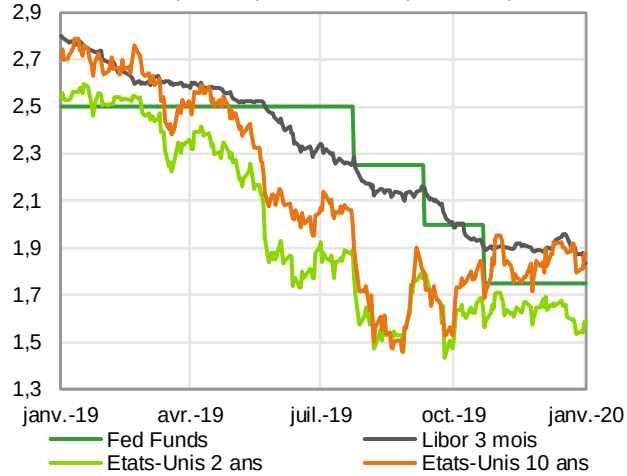
Par ailleurs, le pays vient de lancer une banque d'investissement dédiée à la diaspora ghanéenne, le Diasporan Savings and Investment Account et l'African Sankofa Account, en proposant notamment des taux plus avantageux pour les placements financiers. Ainsi, le gouvernement souhaite lever 3 milliards de dollars pour financer les multiples projets de développement.

Et enfin, les élections présidentielles sont prévues d'ici la fin de l'année 2020. Au cours de celles-ci, le président Nana Akufo-Addo devra défendre son bilan qui est marqué par la fin d'un programme d'aide financière de près de 918 millions de dollars conclu en 2015 avec le FMI, et également une hausse de la dette due aux emprunts effectués par le gouvernement pour financer ses budgets successifs.

Tendances à suivre

Taux d'intérêt en dollar américain

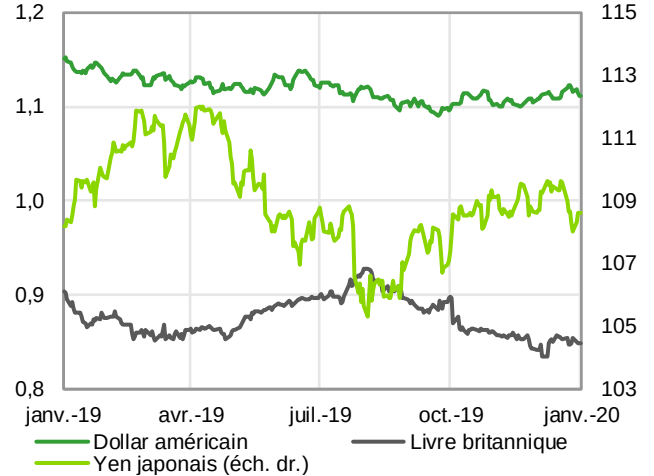
%, interbancaire (Londres) et souverains (Etats-Unis)



Source : Thomson Reuters

Taux de change des principales devises

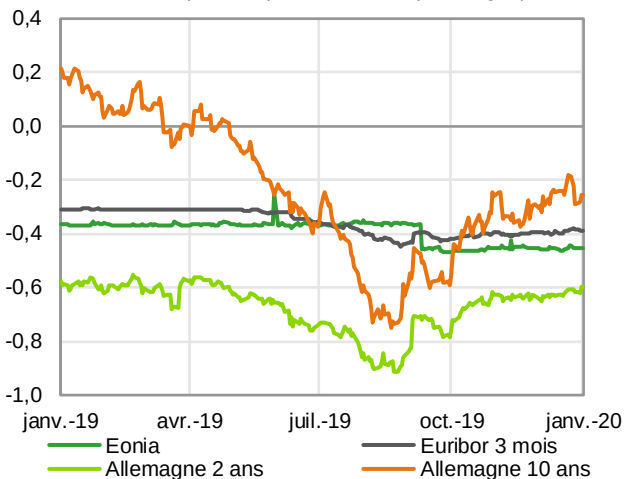
EUR/USD, EUR/GBP et USD/JPY



Source : Thomson Reuters

Taux d'intérêt en euro

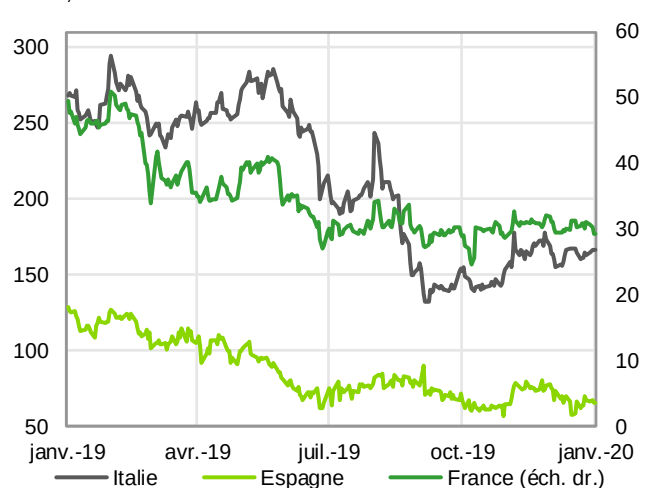
%, interbancaires (Londres) et souverains (Allemagne)



Source : Thomson Reuters

Spreads souverains européens avec le Bund

Pdb, dette en EUR à dix ans



Source : Thomson Reuters

Marché actions

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



Source : Thomson Reuters

Cours de l'once d'or

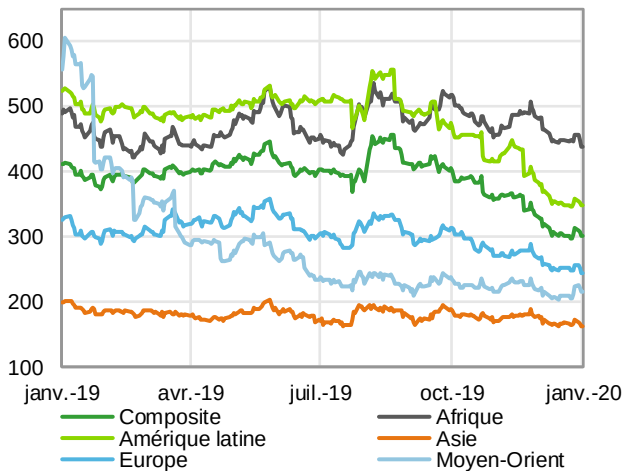
USD/Once troy (Londres)



Source : Thomson Reuters

Spreads souverains émergents avec le T-Bond

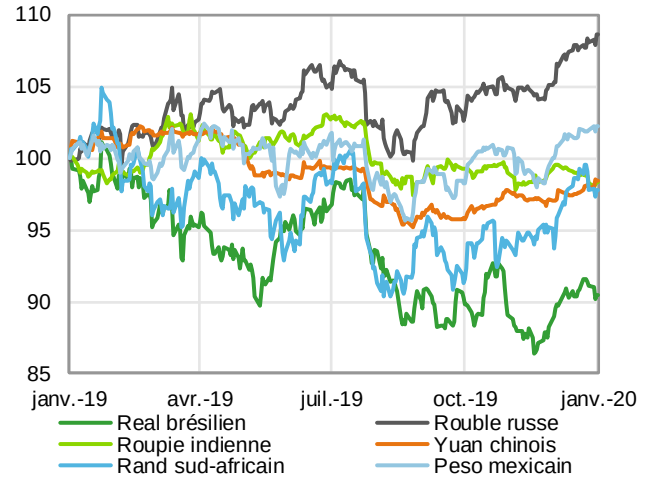
Indices EMBI+ (pdb, dette en USD de plus d'un an)



Source : JP Morgan

Devises émergentes

/USD (indice 100 = début de période)



Source : Thomson Reuters

Coût du transport maritime de vrac sec

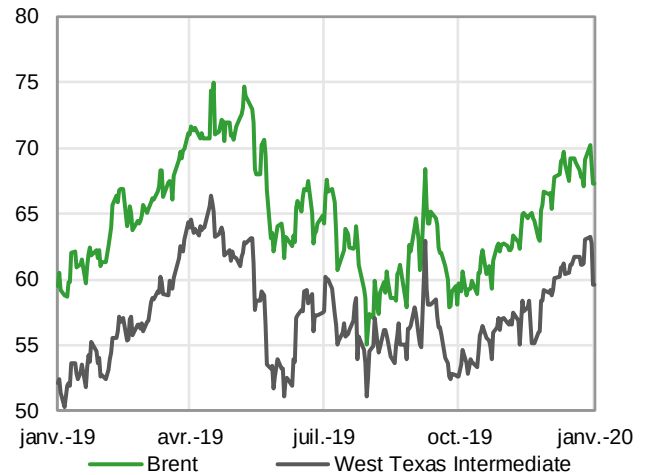
Baltic Dry Index (USD/point)



Source : Baltic Exchange

Cours du baril de pétrole brut en USD

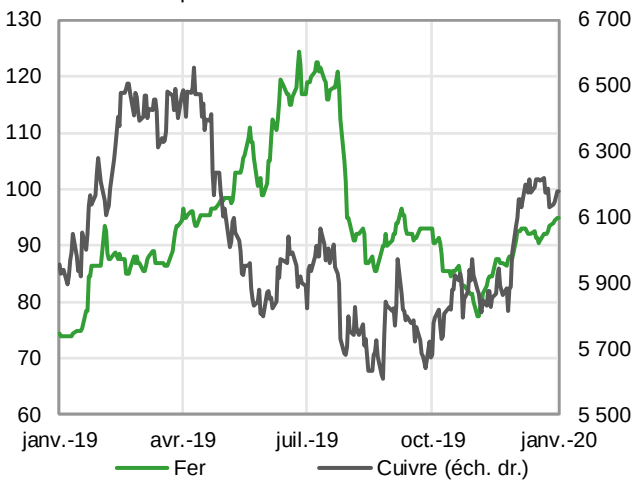
Brent (mer du Nord) et WTI (golfe du Mexique)



Source : Thomson Reuters

Cours des métaux

USD/tonne métrique



Sources : Steel Home, London Metal Exchange

Agriculture

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



Sources : USDA, CRB

Consultez nos dernières parutions en accès libre sur Internet :



Monde – Scénario macro-économique 2020-2021 – 20 décembre 2019

Un équilibre délicat

Prévisions économiques & financières

Date	Titre	Thème
06/01/2020	<u>PRISME – L'analyse de la conjoncture et de l'actualité agricole et agroalimentaire du Crédit Agricole</u>	Agri & agro
20/12/2019	<u>Monde – L'actualité de la semaine</u>	Monde
19/12/2019	<u>Podcast : Le boom de l'immobilier est-il durable ?</u>	France, immobilier
18/12/2019	<u>Russie : « les robinets sont ouverts »</u>	PECO
18/12/2019	<u>France – Travail temporaire, tendances à mi-décembre 2019</u>	France, sectoriel
13/12/2019	<u>Monde – L'actualité de la semaine</u>	Monde
06/12/2019	<u>Monde – L'actualité de la semaine</u>	Monde
04/12/2019	<u>Taux bas : appréhender l'incompréhensible, admettre l'impuissance</u>	Europe
02/12/2019	<u>France – L'horizon s'éclaircit pour l'industrie manufacturière</u>	France
27/11/2019	<u>Guerre commerciale : quelle méthode d'analyse utiliser pour ne pas avoir le tournis ?</u>	Monde
22/11/2019	<u>Royaume-Uni – Qu'attendre des élections de décembre ?</u>	Royaume-Uni
22/11/2019	<u>Monde – L'actualité de la semaine</u>	Monde
20/11/2019	<u>France – Établissements de santé : tendances à mi-novembre 2019</u>	France, sectoriel
19/11/2019	<u>La pause déjeuner à l'heure de l'innovation</u>	Sectoriel

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, 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 LEBOUGRE

Afrique du Nord, Moyen-Orient : Olivier LE CABELLEC

Afrique sub-saharienne : Cécile JIN

Pétrole : Stéphane FERDRIN

Documentation : Dominique PETIT, Elisabeth SERREAU

Statistiques : Robin MOURIER

Réalisation et Secrétariat de rédaction : Fabienne PESTY

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

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

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

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

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