Perspectives

Hebdomadaire – N°20/014 – 24 janvier 2020

MONDE – L'actualité de la semaine

☞ Tous aux abris (ou presque)

Le retour d'un fort sentiment d'aversion au risque a véritablement « plombé » les marchés. Les marchés actions interrompent leur joyeux début d'année : une déprime dont attestent les reculs des indices S&P 500, Eurostoxx 50 et CAC 40 de, respectivement, 0,1%, 0,5% et 1% au cours de la semaine. Les taux obligataires emblématiques (dix ans souverains « ultra sûrs ») se replient. À 1,73%, le taux américain perd 4 points de base (pb) sur la semaine, portant son repli depuis le début de l'année à près de 20 pb. Le taux allemand (-0,30%) se contracte de 9 pb. L'aversion au risque porte également atteinte aux marchés obligataires crédit, aux pays émergents et au prix du pétrole. En revanche, les primes de risque des « périphériques » ne souffrent pas ; le *spread* italien se contracte même de quelques petits points de base pour n'atteindre que 156 pb contre Bund, malgré la *perspective des élections régionales en Émilie-Romagne*. Enfin, parmi les grandes devises, un mouvement notable se dessine : le dollar s'apprécie de 1% contre le yuan sur la semaine.

Ce n'est certainement pas du côté des indicateurs économiques ou des déclarations de la BCE que se logent les causes de ces mauvaises performances. Les derniers signaux envoyés par les enquêtes en zone euro sont plutôt encourageants (PMI, confiance des investisseurs en Allemagne).

Quant à la réunion de la BCE, elle n'annonce rien de nouveau. La BCE a maintenu son taux de dépôt à -0,5% et ses achats nets d'actifs à 20 milliards d'euros par mois. Légèrement plus favorable, madame Lagarde note des signes d'« augmentation modérée » de l'inflation (conforme aux attentes de la BCE), ainsi qu'une « certaine stabilisation de la dynamique de croissance ». La révision stratégique de la BCE est officiellement annoncée. La revue portera sur des sujets monétaires « classiques » (objectif, outils, communication) et incorporera d'autres considérations (stabilité financière, emploi, environnement° qui pourraient être pertinentes. Alors que les résultats devraient être livrés en fin d'année, ce qui importe, pour l'instant et concrètement, c'est l'affirmation qu'une accommodation monétaire « ample » est nécessaire et que les taux directeurs resteront à leurs niveaux « actuels ou inférieurs », jusqu'à ce qu'il y ait une convergence « robuste » vers l'objectif d'inflation.

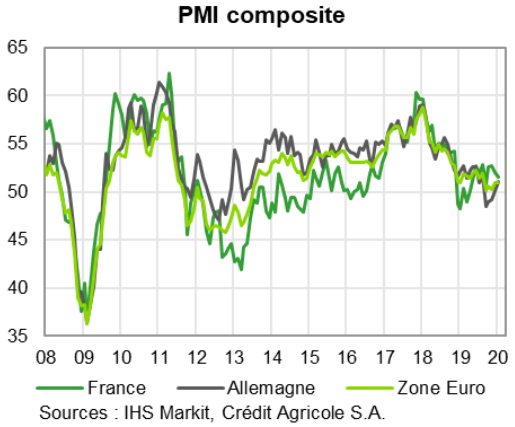
Ce sont donc les craintes des conséquences liées à l'épidémie de coronavirus qui semblent seules justifier l'aversion au risque.

- *Europe : les PMI Flash confirment le regain de confiance en Allemagne ; en France, les grèves affectent le climat des affaires dans les services* 2
- *France : les grèves ont un impact limité sur le climat des affaires global* 2
- *Allemagne : le moral des investisseurs allemands repart à la hausse en janvier sur fond de redressement de l'activité* 3
- *Italie : l'agenda politique pour 2020* 3
- *Italie : commandes résilientes entre septembre et novembre* 5
- *Pays Bas : l'investissement tient bon* 6
- *Royaume-Uni : le marché du travail retrouve de la vigueur* 7
- *Royaume-Uni : rebond bienvenu des PMI en amont de la réunion de la BoE jeudi prochain* 7
- *Turquie : une reprise dans la méfiance généralisée* 8
- *Ukraine : le président refuse la démission de son Premier ministre* 8
- *Chili : un choc digeste, mais une absence de visibilité durable* 9
- *Libye : la lutte pour la rente pétrolière et les interventions militaires extérieures alimentent le conflit* 11
- *Égypte : hausse de la dette externe, mais baisse de la dette publique* 11
- *Liban : un nouveau gouvernement qui ne fait pas consensus* 11
- *Afrique sub-saharienne : une croissance économique 2020 revue à la baisse* 12

Zone euro

Europe : les PMI Flash confirment le regain de confiance en Allemagne ; en France, les grèves affectent le climat des affaires dans les services

En Allemagne, le PMI composite atteint un plus haut depuis août 2019 à 51,1, soutenu par une progression dans les services à 54,2, après 52,9 en décembre. Un regain de forme est également visible dans le secteur manufacturier où l'indice atteint 45,2 et semble s'éloigner du point bas atteint en septembre (41,7), confirmant ainsi une amélioration du climat des affaires dans le secteur même si l'indice reste nettement en zone de contraction de l'activité (inférieur à 50). En France, l'enquête PMI auprès des directeurs d'achats a surpris favorablement dans le secteur manufacturier à 51 après 50,4 le mois dernier tandis que l'indicateur des services perd 0,7 point à 51,7, suite aux récents mouvements sociaux en opposition à la réforme des retraites. Compte tenu de la durée du mouvement, l'impact aurait cependant pu être plus important et l'impact des grèves semble limité aux secteurs domestiques, tels que les services et les ventes au détail. De plus, l'effet des grèves est principalement localisé à Paris où la contestation et les perturbations dans les transports ont été nettement plus prononcées que dans le reste du pays. Dans l'ensemble de la zone Euro, le PMI gagne 1,5 point dans le secteur manufacturier à 47,8, mais recule dans les services à 52,2, après 52,8, suggérant une baisse du climat des affaires dans ce secteur en Italie et en Espagne. Il reste néanmoins nettement en zone d'expansion économique.

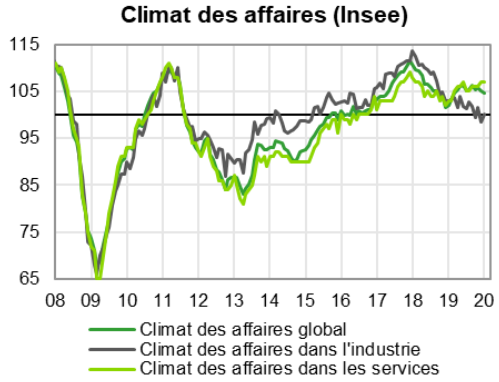


Sources : IHS Markit, Crédit Agricole S.A.

☑ **Notre opinion –** *Les chiffres de climat des affaires confirment un impact limité et localisé des grèves sur les services et le commerce de détail en France. Les grèves ayant été les plus longues depuis cinquante ans, l'ampleur de leur effet sur l'économie aurait pu être plus important. En particulier, le secteur manufacturier ne semble pas avoir été touché et confirme son léger regain de forme. L'amélioration de l'activité du secteur manufacturier est d'ailleurs également visible dans le reste de la zone euro. Les craintes de récession s'éloignent en Allemagne, même s'il est encore trop tôt pour parler d'une nette reprise dans l'industrie manufacturière outre-Rhin. Dans les services, le climat des affaires reste bien orienté, malgré une légère baisse en zone euro et confirme notre scénario de croissance soutenue par la demande intérieure dans l'ensemble de la zone en 2020.*

France : les grèves ont un impact limité sur le climat des affaires global

Alors que la confiance des ménages a nettement décliné au mois de janvier suite aux grèves en opposition à la réforme des retraites, le moral des chefs d'entreprises semble bien moins entamé. En janvier, le climat des affaires perd un point à 104, mais reste au-dessus de sa moyenne de long terme (100). L'impact des grèves est plus visible lorsque l'on s'intéresse au détail du climat des affaires par secteurs. En effet, les grèves ayant principalement touché la consommation, la baisse du climat des affaires est majoritairement due au recul dans le commerce de détail qui perd 4 points, à 104. L'industrie gagne quant à elle 2 points et retrouve sa moyenne historique (100), notons tout de même que l'indice pour le mois de décembre a été nettement révisé à la baisse (de 102 à 98). Néanmoins, cette progression au mois de janvier montre que les chaînes d'approvisionnement n'ont pas été perturbées par la grève.



Sources : IHS Markit, CA S.A.

Les indicateurs de commande dans l'industrie se redressent légèrement, tandis que les stocks se réduisent nettement, deux facteurs favorables à une hausse de l'activité dans les prochains mois. En outre, l'enquête trimestrielle de conjoncture dans l'industrie nous apprend que le taux d'utilisation des capacités de production s'est stabilisé après deux

années de baisse. Il atteint 83,2%, un niveau légèrement supérieur à sa moyenne historique. La proportion d'industriels estimant qu'ils ne pourraient pas produire davantage s'ils recevaient plus de commandes augmente également à 34%, indiquant la persistance de tensions sur l'appareil productif. Ceci confirme une reprise ou du moins une stabilisation de l'activité dans le secteur industriel après deux trimestres de contraction de l'activité aux T2 et T3 2019.

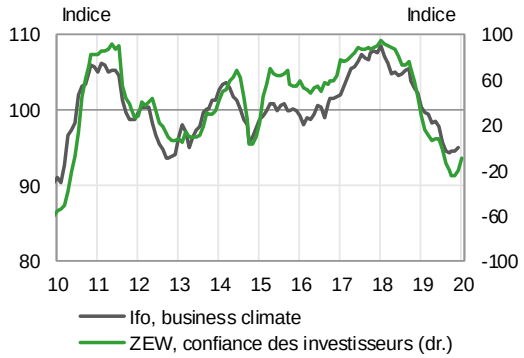
Les enquêtes PMI d'IHS Markit transmettent un message du même ordre, l'indice dans l'industrie manufacturière progresse à 51, après 50,4 en décembre, et celui dans les services décline à 51,7, contre 52,4 le mois dernier. Il reste néanmoins en zone d'expansion économique.

☑ **Notre opinion –** *Si l'impact des grèves se fait ressentir dans certains secteurs tel que le commerce de détail, leur impact sur l'économie dans son ensemble semble faible. La production industrielle ne semble pas avoir été particulièrement affectée. L'impact serait également assez localisé sur Paris, en particulier dans le secteur du tourisme. Nous continuons à prévoir une croissance de 1,3% en 2019 et 1,2% cette année, avec une accélération de la consommation des ménages due à une dépense progressive de l'épargne accumulée grâce aux gains importants de pouvoir d'achat en 2019 et 2020.*

☞ Allemagne : le moral des investisseurs allemands repart à la hausse en janvier sur fond de redressement de l'activité

L'indice du moral des investisseurs allemands s'est nettement redressé à 26,7 points au mois de janvier, contre 10,7 points en décembre, nettement au-dessus des anticipations de marché qui tablaient sur un rebond à 15 points d'après le consensus. Ce regain d'optimisme est alimenté par des anticipations plus positives sur l'ensemble des marchés financiers. Sa déclinaison par secteurs d'activité confirme une poursuite de l'amélioration du sentiment des professionnels dans les secteurs de la construction, des services, notamment des télécommunications et des technologies de l'information. Dans les secteurs des banques, des assurances, de l'automobile et des machines et équipements, la situation demeure morose, mais néanmoins moins préoccupante qu'en début d'année. Ce regain d'optimisme des investisseurs allemands est généralement corrélé à l'indicateur d'activité Ifo, et suggère que l'activité des entreprises allemandes serait également sur la voie du redressement en janvier, ce qui représente une bonne nouvelle.

Allemagne : indicateurs d'activité



Sources : CEER, IFO Crédit Agricole S.A.

☑ **Notre opinion –** *Le redressement du moral des investisseurs reste très dépendant du contexte géopolitique pesant sur la demande extérieure allemande en biens industriels. L'apaisement des tensions commerciales entre les États-Unis et la Chine avec la conclusion d'un accord commercial de phase 1 est évidemment un facteur influençant positivement la remontée du moral des investisseurs. Toutefois, les effets de cette accalmie sur le commerce extérieur allemand mettront du temps à se matérialiser dans la sphère réelle de l'économie, il convient donc de rester prudent sur la vitesse à laquelle l'activité allemande va se redresser en ce début d'année.*

☞ Italie : l'agenda politique pour 2020

L'année 2019 s'est conclue par l'expérience inédite de gouvernement jaune (M5S) - rose (Parti démocrate, Italia Viva, Leu) qui a permis de transiter vers une nouvelle majorité sans passer par les urnes. Cette expérience de gouvernement a été peu profitable aux deux forces politiques : le Parti démocrate a depuis stagné autour de 19% dans les intentions de vote ; le M5S a continué sa glissade de 21% des intentions de vote au printemps à 15%-16% dans les derniers sondages, avec une accélération à partir du mois d'octobre 2019. Cette baisse inexorable, depuis le point haut des élections générales de mars 2018 (32,7%), était néanmoins déjà engagée lors du gouvernement jaune-vert (M5S-Ligue). Des performances décevantes ont aussi été enregistrées au niveau local lors des élections régionales dans les Abruzzes, en Sardaigne, Basilicate et Ombrie. Entre temps le groupe parlementaire du M5S a aussi perdu des éléments (expulsés ou partis volontairement) : 12 députés (sur un total de 223) adhérant au groupe mixte et 11 sénateurs (sur 109) dont 3 au bénéfice

de la Ligue. Si la majorité n'est pas à risque à la chambre basse (372 sièges pour une majorité à 316), elle est plus limitée au Sénat (180/161).

L'année 2020 s'annonce tout aussi riche en événements et en rebondissements : des élections régionales en Émilie-Romagne et en Calabre (dès le 26 janvier), dans les Pouilles, les Marches, la Toscane, la Campanie, la Vénétie et la Ligurie au printemps ; mais aussi des élections dans plus de 1 000 communes, dont 18 chefs-lieux de province et trois capitales régionales (Venise, Aoste, Bolzano).

L'élection en Émilie-Romagne, qui voit un duel serré entre le candidat du Parti démocrate et celui de la Ligue dans les intentions de vote, attire l'attention des observateurs. Bastion de la gauche, la région a aussi été le berceau du M5S. L'affrontement gauche-droite y revêt une signification toute particulière, car il renvoie aux premières heures des expropriations agraires, aux premiers affrontements entre forces communistes et fascistes en faisant revivre la contraposition idéologique d'il y a un siècle.

Un revers du candidat sortant du Parti démocrate serait un coup dur pour la gauche et pourrait être lu (à tort) comme le rejet de l'alliance de gouvernement jaune-rose par l'électorat de gauche. Le Parti démocrate pourrait aussi reprocher au M5S de lui avoir pris des votes, car le candidat M5S se présente seul et l'alliance au niveau national n'est donc pas transposée au niveau régional. Cette ligne en solo, fortement appuyée par la base du Mouvement (mais pas par le groupe parlementaire), avait été soutenue par le chef politique L. Di Maio, promoteur de la « troisième voie » (ni à gauche, ni à droite). Cette ligne qui vise à garder la possibilité d'alliances variables s'oppose à la ligne choisie par l'idéologue B.Grillo et par la plupart des députés visant às'inscrire dans une alliance stable à gauche permise par la récente ouverture du Parti démocrate à redéfinir les contours du centre-gauche. Un programme détaillé de coalition pour le restant de la législature devrait voir le jour fin janvier pour sceller cette alliance et relancer l'action gouvernementale jusqu'à la fin naturelle de la législature en 2023. Bien qu'avec la perte d'une partie de l'électorat plus à droite en faveur de la Ligue et de l'abstention, le M5S ait retrouvé plus d'homogénéité autour de son noyau dur initial, une composante est encore réfractaire à une alliance avec les partis traditionnels et en particulier avec le Parti démocrate. Elle veut se garder le rôle d'aiguille de la balance, ce qui est possible dans le nouveau cadre tripolaire, choisissant à tour de rôle l'alliance qui sert le mieux à un moment donné ses intérêts. L. Di Maio a toujours maintenu le dialogue ouvert avec cette composante, au risque de déstabiliser l'alliance avec le PD. Sa récente démission de sa fonction de leader du M5S était inévitable et, on peut l'affirmer, forcée. L. Di Maio trouvait de plus en plus difficile de concilier la position d'une partie de la base du mouvement et celle du groupe parlementaire et du chef idéologique B. Grillo. Elle permet au courant de B. Grillo de reprendre la main, mais peut aussi accélérer la scission de l'aile plus « mouvementiste ». Elle peut aussi jouer le rôle de révélateur forcé des préférences internes au mouvement, obligeant les éléments le plus critiques, jusqu'ici en embuscade, à sortir du bois et à choisir clairement leur camp. Cela permet aux dirigeants du mouvement de compter les points en amont des « Etats généraux » du mouvement prévus dès la mi-mars.

Ce qui paraît évident, c'est que le M5S, qui jusqu'ici a fonctionné comme une monarchie absolue sous l'autorité des idéologues B. Grillo et D. Casaleggio (propriétaires respectivement du logo et de la plateforme de vote), vit une mue qui doit répondre à une demande croissante de démocratie et de confrontation en provenance de la base. L'exercice du pouvoir transformera-t-il le mouvement en véritable parti ? La gestion des différents courants ne sera pas un exercice facile, mais si elle réussit, la scission pourra être évitée. Les appels à une gestion plus collégiale du mouvement seront-ils écoutés ? Les « États généraux » donneront-ils naissance à un collège de directeurs ou verront-ils le retour de Di Maio, si les divisions se traduisaient par l'ingouvernabilité du mouvement ?

À cette lecture de fond, justifiant la démission de Di Maio, peut donc s'en superposer une autre, plus conjoncturelle ou « opportuniste ». En effet, Di Maio a appuyé l'option de présenter seul le M5S aux élections en Emilie-Romagne. Aujourd'hui, cette décision pourrait lui être reprochée, autant en cas de débâcle du Parti démocrate (dispersion des voix) qu'en cas de victoire de celui-ci (renoncement à des postes au conseil régional, puisque le candidat M5S n'est crédité que de peu d'intentions de vote). Cette responsabilité, visiblement, Di Maio ne souhaite pas l'endosser seul, mais bien la partager avec son ou ses successeurs. Ce constat « perdant-perdant » est d'autant plus fort que la ligne officielle du mouvement ne semble pas prête à remettre en cause l'alliance avec le Parti démocrate ni en cas de victoire, ni en cas de défaite aux régionales. Donc, l'alliance manquée aux régionales ne laisse le Mouvement en rien libre de retourner dans les bras de la Ligue. Finalement, le courant en faveur de l'alliance jaune-rose ne devrait pas se retrouver affaibli. Mais la mise au jour forcée des positions au sein du Mouvement pourrait néanmoins consolider les courants alternatifs et obliger l'alliance à prendre davantage en compte leurs revendications. Et cela pourrait affaiblir l'action gouvernementale et rendre plus complexe la définition de l'agenda à l'horizon 2023.

☑ **Notre opinion –** *Le panorama politique italien semble se réorganiser en une configuration bipolaire. Le mouvement de rue des « sardines » paraît aussi aller dans ce sens, celui d'une remobilisation autour d'un clivage gauche-droite et d'un réveil des consciences antipopulistes. Pour l'instant, les sardines s'expriment sur des valeurs (solidarité, protection de l'environnement, inclusion, antifascisme, non-violence et respect de l'adversaire politique) plus que sur des propositions concrètes et ne semblent pas vouloir s'organiser en parti politique. Les régionales en Émilie-Romagne seront un premier test de leur capacité à remobiliser un électorat (de gauche) ayant fui vers l'abstention. Si cela était le cas, le retour vers le bipolarisme pourrait s'en trouver renforcé.*

Cependant, nous gardons une certaine prudence quant à cette évolution, puisqu'elle n'est pas indépendante du mode de scrutin. Au niveau national, le système électoral mixte actuel, proportionnel avec une composante majoritaire à 37%, pousse à des grandes coalitions pré-électorales et à retrouver un clivage traditionnel autour duquel les articuler. Mais le maintien de ce système n'est pas acquis et la volonté de réformer une fois de plus le système a été affirmée par les partis de la majorité. En effet, le Parlement a voté en octobre dernier la réduction du nombre de parlementaires de 945 à 600. Cette réduction, qui doit être confirmée par référendum au printemps introduit involontairement des modifications dans la représentation mixte, notamment au Sénat où le vote s'exerce sur une base régionale. Car en réduisant le nombre d'élus, le système uninominal (majoritaire) rend plus difficile pour les petits partis d'obtenir des sièges dans les plus petites régions. Cela renforce donc le caractère majoritaire du système.

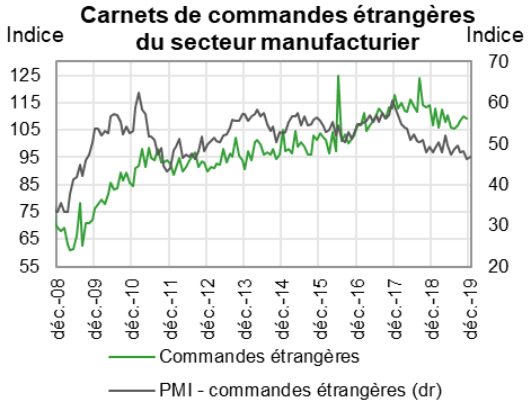
Alors, pour augmenter la représentativité d'un Parlement plus petit et pour contrer ces effets involontaires, le M5S a présenté un projet de système proportionnel, avec un seuil à 5%, où la conversion des votes en sièges est faite au niveau national et pas par circonscription.

Si la gauche plus radicale de LEU a toujours appuyé le retour à la proportionnelle, le Parti démocrate et plus encore Italia Viva de M. Renzi ont appuyé un système mixte. Le système actuel s'éloigne un peu du principe constitutionnel de représentativité, mais permet, dans un système fragmenté comme le système italien, la constitution d'une majorité et limite le pouvoir de chantage des petits partis. En effet, il oblige les partis à déclarer une coalition avant le vote et permet à la coalition ayant réuni entre 40% et 45% des voix de gagner la majorité. C'est finalement un taux de « non proportionnalité » de 5-10% qui permet une meilleure gouvernabilité. Un compromis acceptable entre représentativité et stabilité. Mais le centre-gauche semble changer son fusil d'épaule et prendre en considération un système proportionnel pur. Un tel système conforte le M5S dans le rôle d'aiguille de la balance. Il ne favorise donc pas l'alliance pré-électorale M5S-centre-gauche. Le parti de S. Berlusconi s'en trouverait aussi avantagé pouvant jouer un rôle plus fondamental au sein du centre-droit. Mais finalement c'est le résultat du bras de fer intérieur au M5S entre la « troisième voie » et la participation au pôle de gauche, qui définira la configuration du panorama politique italien.

☞ Italie : commandes résilientes entre septembre et novembre

En novembre 2019, les commandes à l'industrie manufacturière ont reculé de 0,3% par rapport à octobre, synthèse d'un recul des commandes étrangères (-0,7%) et d'une légère progression des commandes domestiques (+0,1%).

La baisse intervient après une expansion importante entre août et octobre (les commandes ont progressé de 0,9% en moyenne sur les trois derniers mois) mais, en glissement annuel, elle est plus marquée : -4,3% par rapport à novembre 2018, dont -7,3% pour les commandes étrangères et -2,2% pour les commandes domestiques. Le secteur des machines et équipements (+9,1%) enregistre la plus forte croissance des commandes sur un an, tandis que l'industrie du matériel électrique (-25,7%) affiche le recul plus important.



Source : Istat, Markit, Crédit Agricole S.A.

☑ **Notre opinion –** *Les commandes à l'industrie italienne reculent légèrement en novembre, mais se montrent toujours résilientes sur la période septembre-novembre. La baisse est concentrée sur la demande étrangère qui retarde le redressement de la production industrielle (-0,6% sur un an en novembre) et de l'activité économique en général (les exportations nettes ont amputé la croissance du troisième trimestre de 0,4 point de PIB), face à une demande intérieure qui se montre plus dynamique au T3, grâce à l'accélération de la consommation. L'investissement devrait bénéficier au T4 du redressement des commandes intervenu entre août et octobre, mais les secteurs des biens intermédiaires et des biens d'équipement (plus liés à l'investissement) affichent toujours un recul important sur un an : à la baisse des commandes à l'industrie du matériel électrique s'ajoute celle de l'industrie électronique et des ordinateurs (-13,4%), de l'industrie métallurgique (-8,1%), des produits chimiques (-7,4%) et des moyens de transport (-5,9%).*

La confiance des entreprises s'est amélioré en décembre, mais elle ne s'est pas redressée dans le secteur manufacturier, où elle reste à un niveau très bas. Les entreprises signalent, pourtant, des anticipations légèrement plus optimistes sur les carnets de commandes domestiques et étrangères.

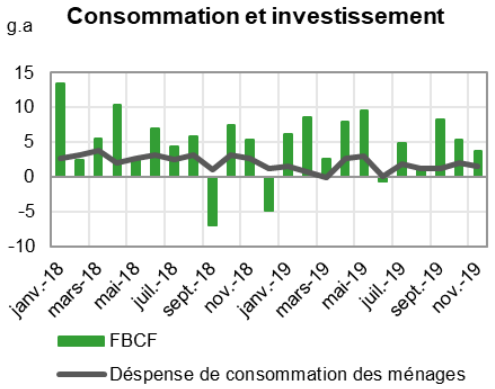
☞ Pays-Bas : l'investissement tient bon

Selon les dernières données de l'institut néerlandais de statistiques, l'investissement s'est maintenu en novembre avec une hausse estimée à 4% en glissement annuel, après avoir crû de 5,3% en octobre. Cette croissance alimentée par l'investissement productif ne devrait cependant pas compenser le ralentissement dans la construction au quatrième trimestre qui subit l'impact de la crise de l'azote.

En mai, un jugement du Conseil d'État, la plus haute juridiction néerlandaise, a conclu que les émissions en azote des Pays-Bas étaient bien au-dessus des normes fixées par la réglementation européenne.

Cette décision de justice s'est traduite par une limitation des délivrances de permis de construire et par l'arrêt des projets en cours. Quelques 18 000 projets pourraient être concernés, en particulier ceux qui se situent à proximité des 118 sites Natura 2000 régis par la réglementation européenne. La construction n'est pas le seul secteur potentiellement impacté, les exportations agricoles pouvant également être pénalisées.

La consommation se maintient cependant solidement, limitant l'impact de ce choc réglementaire sur la demande domestique. Les données mensuelles de consommation publiées par le CBS indiquent, en effet, une hausse des dépenses des ménages de 1,3% en novembre 2019, par rapport à novembre 2018, portée par la reprise des achats de véhicules de tourisme.



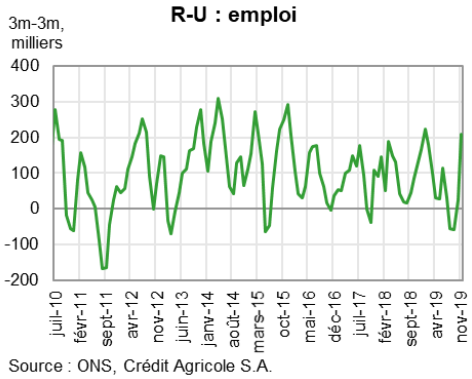
Source : CBS Crédit Agricole S.A.

☑ **Notre opinion –** *La crise de l'azote pourrait s'inscrire dans la durée. L'association des promoteurs immobiliers estime, dans un rapport publié cette semaine, que la construction de maisons individuelles neuves devrait se contracter de 5% sur les deux prochaines années, en raison des blocages dans la délivrance de permis de construire. Les prix de l'immobilier pourraient en être impactés. Le ralentissement pourrait être d'autant plus important en ce qui concerne l'investissement publique en infrastructures que les émissions d'azote sont plus conséquentes. Bien que les décisions concernant le quota d'émissions d'azote aient été entérinées en mai, on ne perçoit que graduellement les implications de ce jugement sur l'activité. Les mesures de limitation de la vitesse de circulation lancées en novembre semblent ne pas être suffisantes pour baisser les émissions d'azote, dont plus de la moitié sont produites par le secteur agricole et notamment l'élevage.*

Royaume-Uni, pays scandinaves

☞ Royaume-Uni : le marché du travail retrouve de la vigueur

En novembre, l'emploi a enregistré son plus fort rebond depuis janvier 2019 : +208 000 (sur les trois mois à fin novembre par rapport aux trois mois à fin août). Le taux de chômage baisse à 3,8% sur la même période depuis 3,9%. Le marché du travail retrouve donc de la vigueur après plusieurs mois de faiblesse. La hausse de l'emploi est largement tirée par les postes à temps plein qui augmentent de 197 000, la plus forte hausse depuis novembre 2015. Le nombre d'emplois à temps partiel augmente de 11 000, après trois mois de fortes baisses. Le nombre de postes à pourvoir a aussi augmenté sur le mois, de 7 000 à 805 000, soit son plus fort rebond depuis décembre 2019. La croissance de la rémunération est stable à 3,2% sur les trois mois à fin novembre par rapport à octobre, mais en baisse depuis 3,7% en août. En termes réels, elle accélère à 1,8%, après 1% en octobre. La croissance des salaires baisse légèrement à 3,4% depuis 3,5% en octobre, soit son cinquième mois de recul depuis un plus haut à 3,9% en juillet.

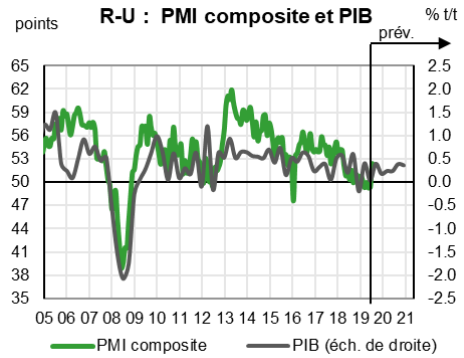


Source : ONS, Crédit Agricole S.A.

☑ **Notre opinion –** *Après une période de faiblesse de plusieurs mois sur fond d'incertitude de la demande, la forte hausse de l'emploi en novembre témoigne de la résilience du marché du travail britannique, surtout au regard de la faiblesse de la croissance de l'activité (le PIB s'est contracté de 0,3% en novembre). Le marché du travail étant un* input-*clé dans la fonction de réaction de la BoE, il suggère que le comité de politique monétaire devrait résister à une baisse de taux en janvier.*

☞ Royaume-Uni : rebond bienvenu des PMI en amont de la réunion de la BoE jeudi prochain

Les PMI de janvier, enquêtes de climat des affaires auprès des directeurs d'achat, ont été au cœur de l'attention des marchés cette semaine du fait de leur importance pour la décision de politique monétaire de la BoE du 30 janvier prochain. L'ampleur de leur rebond devait confirmer les anticipations d'une ré-accélération de la croissance après les élections générales de décembre et la baisse (mais pas la disparition totale) de l'incertitude sur le *Brexit*. Les indices publiés cette semaine ont été rassurants : le PMI composite a rebondi de 3,1 points à 52,4 depuis 49,3, repassant fermement en territoire d'expansion. Selon Markit, il suggère une hausse du PIB de 0,2% en rythme trimestriel. Le PMI services a enregistré une hausse de 2,9 points à 52,9, soit son plus haut niveau depuis septembre 2018. Le PMI industrie rebondit de 2,3 à 49,8.



Source : IHS Markit, Crédit Agricole S.A.

☑ **Notre opinion –** *Depuis la victoire significative de Boris Johnson aux élections anticipées de décembre et sur fond de données décevantes côté activité, les investisseurs ont les yeux rivés sur les données conjoncturelles, notamment sur les enquêtes de confiance, pour se faire une opinion quant à l'évolution des taux par la BoE : va-t-elle baisser les taux et si oui, quand ? Les récents commentaires* dovish *de la part de trois membres de la BoE, dont le Gouverneur de la BoE Mark Carney, ont clairement indiqué que la réaction de fonction de la BoE était particulièrement sensible aux enquêtes de confiance des entreprises et des ménages, ce qui avait conduit les marchés à anticiper une forte probabilité de baisse de taux dès la semaine prochaine.*

Le flot de données publiées cette semaine, notamment les PMI meilleurs qu'anticipé, mais aussi le rebond des enquêtes CBI dans l'industrie, nous incite à maintenir notre scénario de taux inchangés en janvier. Toutefois, nous continuons d'anticiper une baisse de taux de la part de la BoE au deuxième trimestre après un tassement probable de la confiance sur fond d'incertitude montante sur le Brexit *(notamment sur la durée de la transition) et ne prévoyons qu'un rebond modéré de l'investissement, avec un ralentissement de la croissance sur l'ensemble de l'année.*

Europe centrale et orientale, Asie centrale

☞ Turquie : une reprise dans la méfiance généralisée

La Turquie se réengage dans la croissance en 2020, après la crise de change de 2018 et l'ajustement de l'activité en 2019. Mais l'amélioration attendue de l'activité n'implique pas nécessairement une amélioration du diagnostic pays, car les zones d'incertitude sont nombreuses.

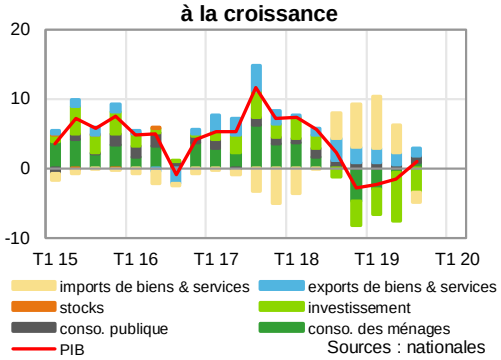
En premier lieu, les questions politiques et géopolitiques restent un véritable frein dans ce pays. En matière politique, les élections régionales de 2019, au cours desquelles l'AKP a perdu Istanbul et Ankara, ont montré que le pays est de plus en plus clivé politiquement, et que l'opposition à R.T. Erdogan est de plus en plus étoffée. Cela va rester le cas jusqu'aux élections générales de 2023. Cette situation politique inconfortable explique que le gouvernement donne une telle priorité à la croissance, utilisant tous les instruments à sa portée : déficit budgétaire accru (qui pourrait flirter avec les 5% de PIB) et pressions sur la Banque centrale pour baisser les taux, alors même que les taux réels sont proches de zéro.

En matière géopolitique, la situation reste également très dangereuse, susceptible de créer de nombreux chocs pour les investisseurs, notamment un risque de sanctions américaines, liées à l'achat des S400 à la Russie ou au dossier Halkbank avec l'Iran. Plus généralement, l'incertitude géopolitique est devenue structurelle pour ce pays et est l'une des inquiétudes majeures des investisseurs à court, comme à long, terme. Cela pèse donc sur les flux d'investissements directs et sur la croissance potentielle. Et c'est aussi l'un des facteurs qui entretient une volatilité structurelle du taux de change.

Ce n'est pas le seul : bien que le solde courant soit devenu légèrement positif en 2019 – sous l'effet conjugué de la baisse du déficit commercial (forte dépréciation de la devise) et de la hausse du solde des services – il devrait repasser en déficit en 2020, ce qui fragilisera le change. Par ailleurs, le besoin de financement externe du secteur privé, même s'il s'est légèrement réduit, est encore évoqué par toutes les agences de notation comme une vulnérabilité de la Turquie, qui pèse sur leur notation souveraine. Moody's, particulièrement, souligne ce point, ainsi qu'une dégradation permanente de l'environnement institutionnel, pour justifier le maintien d'un *outlook* négatif sur le pays.

Dernier point qui contribue à fragiliser structurellement le taux de change, même en phase de reprise : un manque de crédibilité de la Banque centrale, dont les marchés doutent à présent de l'autonomie. Certes l'inflation devrait se réduire (bien qu'encore élevée, à 15,2% fin 2019), mais des baisses de taux trop importantes en 2020 conduiraient à nouveau le pays dans une croissance trop rapide, poussée à la limite de la surchauffe par l'accélération du crédit. Les signaux d'un tel scénario, qui est celui de 2018, ne sont pas encore là, mais le risque d'un nouveau cycle de « *stop and go* » n'est pas à écarter.

Turquie : contribution à la croissance



Sources : nationales

☑ **Notre opinion –** *Certes, la Turquie s'engage dans la croissance et la désinflation devrait se poursuivre cette année. Mais l'opacité géopolitique couplée à un besoin de financement externe toujours important du secteur privé sapent la confiance des investisseurs, qui sont par ailleurs soucieux des signaux de manque d'indépendance de la Banque centrale. Le cocktail de tout cela donne, pour 2020, une reprise sous contrainte et dans un climat de défiance.*

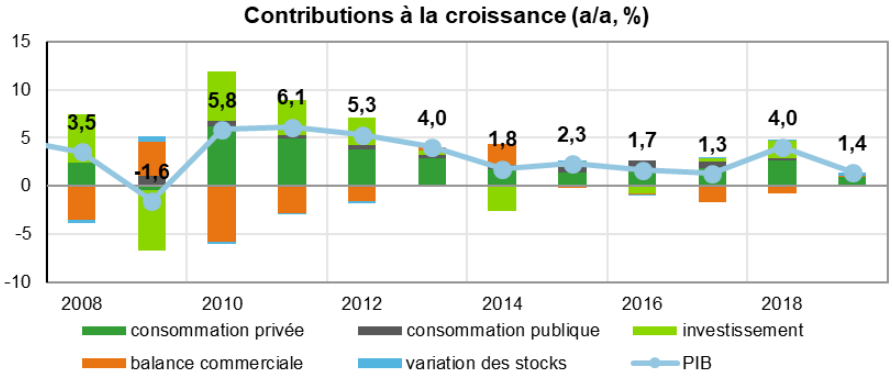
☞ Ukraine : le président refuse la démission de son Premier ministre

Vendredi dernier, le Premier ministre ukrainien, O. Honcharuk a présenté sa lettre de démission au président Zelensky, ce dernier l'a refusée. En cause, un enregistrement diffusé dans la presse où l'on entend le Premier ministre, lors d'une réunion de ministres et en présence de la Banque centrale, critiquer les limites de compétences du président en matière économique. Plus que le fond de vérité de la pensée du Premier ministre, l'opinion publique lui a reproché le manque de respect vis-à-vis de la fonction de président. Mais cela pose également une question sur la confidentialité des réunions du gouvernement, où le contenu si facilement divulgué pourrait être d'une importance stratégique pour le pays. Le président Zelensky a déclaré donner une deuxième chance au Premier ministre et à son gouvernement, ce qui est très rassurant pour la stabilité et la poursuite de l'agenda des réformes. Au final pour un ancien comédien, cela ne reste qu'un coup de théâtre, mais un renforcement du protocole de ces réunions paraît nécessaire pour ne pas virer au fiasco.

Amérique latine

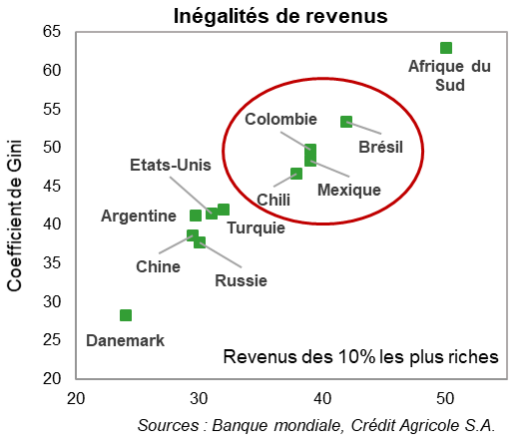
☞ Chili : un choc digeste, mais une absence de visibilité durable

Les enquêtes signalent un repli (qui n'a rien d'insolite) très violent de la confiance des agents à des niveaux d'une faiblesse inédite. La confiance des ménages, tout comme celle des entreprises, se situe à des niveaux inférieurs aux points bas atteints lors de la crise financière fin 2008. Selon les sondages de la Banque centrale, les prévisions de croissance pour 2020 s'établissent désormais à 1,2% (contre 1,5% en décembre et 2,5% en novembre). Quant à l'inflation, après avoir atteint 3% en 2019 (en glissement annuel pour une inflation *core* à 2,5%), elle atteindrait 3,2% en 2020.

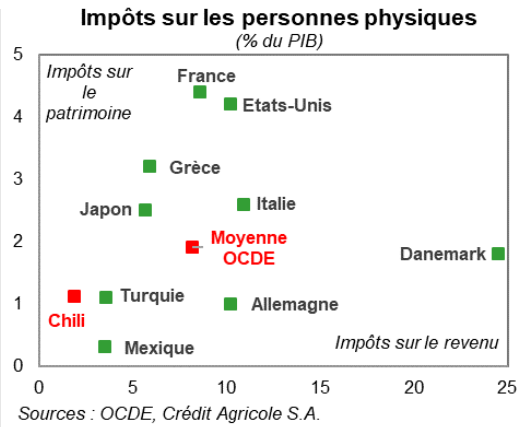


Sources : Sources nationales, Crédit Agricole S.A.

☑ **Notre opinion –** *S'il n'est pas dramatique, le chiffre de la croissance désormais projetée pour 2020 n'est évidemment pas réjouissant et ce d'autant qu'il prolonge une tendance marquée au repli. La confiance est très ébranlée : à cet égard, il semble qu'il y plus à redouter d'une longue période d'incertitude (en particulier de son impact sur la demande domestique) que d'un choc brutal, mais vite absorbé. Or, le manque de visibilité a vocation à durer. Les racines de la crise sociale ont déjà été évoquées[1] : elles relèvent à la fois des champs économiques et politiques. Après près de trente ans de rattrapage économique « facile » se traduisant par le recul de la pauvreté et de l'extrême dénuement, intervient une période plus délicate notamment marquée par un arrêt de l'amélioration des indicateurs sociaux. Les dommages sociaux d'un modèle libéral pur ont été mentionnés, mais il n'est pas inutile de les rappeler brièvement au travers d'une illustration simple : les inégalités de revenus (cf. graphique). L'absence d'intervention de l'État dans des domaines tels que les retraites, la santé, l'éducation conduit à la fourniture de ces « services » par le secteur privé à des coûts très élevés. Un coût rédhibitoire pour les ménages les plus modestes ou nécessitant le recours à l'endettement (selon l'OCDE, la dette des ménages représente 75% de leur revenu disponible net, contre 46% en Colombie ou 57% au Brésil ; à titre d'illustration, ce ratio atteint 121% en France). Introduire plus d'équité là où le cadre macro-économique est solide et où les finances publiques, largement « sous-sollicitées », offrent des marges de manœuvre importantes (notamment en termes de fiscalité, cf. graphique) est faisable et souhaitable.*



Sources : Banque mondiale, Crédit Agricole S.A.



Sources : OCDE, Crédit Agricole S.A.

[1] Perspectives des 25 octobre et 22 novembre 2019

La dette publique du gouvernement central est extrêmement faible (27,5% et 6,5% en termes, respectivement bruts et nets, fin septembre 2019,). La dette des entreprises publiques et celle garantie par le gouvernement central représentent, respectivement, 9,9% et 1,9% du PIB. Le plan de relance économique et de protection de l'emploi annoncé début décembre totalise 5,5 milliards de dollars (augmentation des dépenses publiques 3 milliards de dollars, mesures de soutien aux PME 2 milliards de dollars et autres initiatives 500 millions de dollars) soit moins de 2% du PIB. Le déficit total pour 2020 approcherait 4,4% du PIB (après 2,7% en 2019).

Cependant, les mesures jusqu'ici annoncées (réduction du temps de travail, salaire minimum, augmentation de la retraite minimum, réforme fiscale) ne sont pas parvenues à totalement convaincre (le taux d'approbation des manifestations est encore élevé, à près de 60%). Certains des projets de réformes emblématiques élaborés par le gouvernement (réforme des fonds de pension) doivent être votés par le Parlement. C'est là qu'apparaissent les fragilités du président S. Piñera et de sa coalition. Largement élu (54% des voix) en décembre 2017 pour quatre ans, mais avec un taux de participation faible (49%) et en bénéficiant de la fragmentation de la gauche, le président est à la tête de « Chile Vamos *», une alliance réunissant des partis du centre-droit et de la droite. Cette coalition ne dispose pas de la majorité au Parlement (73 sièges sur 155) et l'unité entre ses membres les plus importants (Renouveau National et Union Démocratique Indépendante, respectivement 36 et 31 sièges) se fissure. Outre les doutes relatifs à sa légitimité personnelle, le président doit donc gérer les dissensions internes à une coalition minoritaire : il y a fort à craindre que le passage de réformes plus complexes ou audacieuses soit difficile.*

Par ailleurs, les revendications économiques en faveur de plus d'équité se doublent de revendications politiques qui vont aboutir à la tenue d'un référendum sur l'approbation d'une nouvelle constitution à laquelle l'opinion est favorable à hauteur de 85%. Ce référendum se tiendra en avril et comportera deux questions (nouvelle constitution et entité en charge d'y travailler : convention constituante composée de membres du congrès 50% et de membres nouvellement élus 50% ou assemblée constituante intégralement composée de membres nouvellement élus) ; l'entité chargée du projet de constitution sera composée en octobre (en même temps que les élections municipales et régionales) et disposera de neuf mois avant que la nouvelle constitution ne soit soumise à référendum. Le processus sera donc long et l'incertitude prolongée.

Afrique du Nord, Moyen-Orient

☞ Libye : la lutte pour la rente pétrolière et les interventions militaires extérieures alimentent le conflit

La Libye reste en proie à une violente guerre civile entre les forces du maréchal Haftar de l'Est, qui cherche à faire tomber la capitale, et le gouvernement de Tripoli, proche de certaines factions islamistes et le seul reconnu par la communauté internationale. Tous les essais de réconciliation (France en 2017, Italie en 2018, Russie en 2020, Allemagne actuellement) se sont heurtés à l'intransigeance des belligérants et ont échoué à ce stade. Une réunion est en cours à Berlin.

Depuis quelques semaines, l'entrée de la Turquie dans le conflit en soutien au gouvernement de Tripoli, aux côtés du Qatar, a alimenté les tensions internes alors qu'Haftar est lui-même soutenu par les Émirats, l'Égypte et la Russie. La population de l'Est a bloqué un important oléoduc acheminant la production pétrolière pour priver de ressources la société NOC et le gouvernement de Tripoli. Ce mouvement, s'il dure, pourrait faire monter les prix du pétrole.

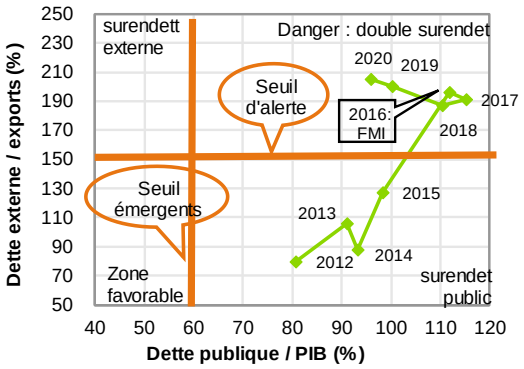
☑ **Notre opinion –** *La lutte pour l'accaparement de la rente pétrolière est désormais plus ouvertement au cœur du conflit. Les risques de déstabilisation de la Tunisie voisine ou de l'Algérie restent contenus à ce stade. L'entrée en lice des poids lourds géopolitiques que sont la Turquie et la Russie rend la solution politique négociée encore plus improbable que dans le passé. Des observateurs extérieurs pointent le risque d'une dérive du conflit « à la syrienne ». La comparaison semble assez inappropriée dans la mesure où la Libye n'est plus une dictature depuis la chute de Khadafi, la population n'est pas multiconfessionnelle, mais totalement sunnite, et il y a eu peu de destructions et de mouvements de population. En revanche, la plus forte intensité du conflit et sa durée allongée pourraient à nouveau provoquer une chute de la production pétrolière et accentuer les difficultés économiques.*

☞ Égypte : hausse de la dette externe, mais baisse de la dette publique

Le surendettement de l'Égypte baisse et progresse à la fois, mais ce double mouvement n'est pas si contradictoire. Commençons par les bonnes nouvelles : la dette publique qui a dépassé les 100% du PIB en 2016, un ratio très alarmant pour un pays émergent avec un niveau de richesse par habitant assez modeste, reflue peu à peu grâce à la forte croissance du PIB de plus de 5% par an depuis 2018 et après la dépréciation du change. Fin 2019, on devrait se situer à 99% du PIB et ce pourcentage va continuer à diminuer en 2020. Le pourcentage de dette en monnaie locale reste élevé à 78% du total, et la dette publique reste donc peu vulnérable au risque de change qui, de plus, s'apprécie depuis plusieurs mois.

La dette externe est en hausse en raison des prêts du FMI et des soutiens externes ayant suivi la crise de change. Le ratio de deux fois les exportations est trop élevé et il dépasse largement le seuil d'alerte de 150%, mais la détention de cette dette reste très concessionnelle, ce qui en améliore la qualité.

Egypte : dette publique et externe



Sources : Banque centrale, EIU, Min Fin, Crédit Agricole SA

☑ **Notre opinion –** *Ce surendettement, même s'il diminue pour ce qui est de la dette publique, est un frein aux améliorations de* rating. *La baisse de déficits jumeaux induit une tendance favorable au désendettement à moyen terme, mais pour des durées qui vont rester très allongées.*

☞ Liban : un nouveau gouvernement qui ne fait pas consensus

Le nouveau Premier ministre libanais, Hassan Diab, universitaire et ex-ministre de l'Éducation soutenu par le Hezbollah, vient de présenter son nouveau gouvernement qui se veut « technocratique ». Ce dernier est composé de vingt ministres et c'est en soi une très bonne nouvelle à l'issue de trois mois de vacance, après la démission de Hariri. Sur les vingt ministres, certains sont de hauts fonctionnaires non marqués politiquement, mais neuf sont proches du CPL (courant patriotique libre) du président Aoun et l'un est lié au mouvement Amal de N. Berri.

☑ **Notre opinion –** *Ces nominations ont été très mal perçues par les manifestants et par les partis proches d'Hariri qui s'y opposent (Gemayel, Geagea et Joumblatt). L'instabilité sociale va donc perdurer.*

Afrique sub-saharienne

☞ Afrique sub-saharienne : une croissance économique 2020 revue à la baisse

La Banque mondiale prévoit une croissance du PIB plutôt stable pour l'année 2020. Elle s'attend à une croissance économique de 2,9%, soit une performance inférieure de 0,2 point de pourcentage par rapport aux prévisions d'octobre dernier. Elle table pour une croissance de 3,2% pour 2021.

Cette baisse des prévisions est due à une croissance plus faible que prévu en 2019, qui atteint seulement 2,4%, contre 2,6% prévu initialement. En effet, l'économie de l'Afrique sub-saharienne est plombée par une demande extérieure faible, qui de plus est fragilisée par les incertitudes de la conjoncture mondiale et une baisse des prix des produits de base.

Ainsi, ce taux de croissance prévisionnel ne serait atteint qu'à condition que les investisseurs reprennent de nouveau confiance envers cette zone, accompagnée par une reprise de la production pétrolière et une hausse des exportations des produits agricoles.

Comparativement au niveau mondial, la croissance est attendue à 2,5% pour 2020, en hausse par rapport aux 2,4% de l'année 2019. Les économies avancées devraient connaître un ralentissement à 1,4%, les économies émergentes et en développement une hausse à 4,1%.

Afrique sub-saharienne :
Classement par variation de PIB 2019 décroissant

Pays	2018	2019e	2020f	2021f
Ethiopie	7,9	9,0	6,3	6,4
Rwanda	8,6	8,5	8,1	8,0
Côte d'Ivoire	7,4	7,3	7,0	7,1
Ghana	6,3	7,0	6,8	5,2
Mauritanie	3,6	6,4	5,7	5,8
Niger	6,5	6,3	6,0	5,6
Sénégal	6,8	6,3	6,8	7,0
Burkina Faso	6,8	6,0	6,0	6,0
Kenya	6,3	5,8	6,0	5,8
Tchad	2,6	3,0	5,5	4,8
Gabon	0,8	2,9	3,0	3,2
Mozambique	3,4	2,0	3,7	4,2
Nigéria	1,9	2,0	2,1	2,1
Zambie	3,1	1,8	2,6	2,6
Afrique du Sud	0,8	0,4	0,9	1,3
Namibie	-0,1	-0,5	0,9	1,7
Angola	-1,2	-0,7	1,5	2,4
Libéria	1,2	-1,4	1,4	3,4
Soudan	-2,3	-2,6	-1,4	-0,6
Zimbabwe	3,5	-7,5	2,7	2,5
Afrique sub-saharienne	**2,6**	**2,4**	**2,9**	**3,1**
Monde	**3,0**	**2,4**	**2,5**	**2,6**

Sources : Banque mondiale, Crédit Agricole S.A.

☑ **Notre opinion –** *Bien que comptant plusieurs pays qui devraient connaître les plus fortes croissances du monde (Côte d'Ivoire, Éthiopie ou Rwanda avec plus de 7% de croissance en 2020) l'agence de notation Moody's a une perspective pessimiste sur l'Afrique sub-saharienne. Ce niveau de croissance ne permettrait pas de réduire le taux de pauvreté, car le revenu par habitant n'augmentera pas à un rythme suffisant. Les prévisions estiment que le PIB par habitant sera seulement de 0,3% en 2020, contre -0,3% en 2018, soit le niveau le plus faible au monde (1,8% en 2018).*

L'Afrique sub-saharienne devrait souffrir dans les prochaines années pour les raisons suivantes :

- ✓ *Une dépendance des pays exportateurs de matières premières à la demande mondiale, alors que la conjoncture internationale reste incertaine.*
- ✓ *Une croissance trop modeste en raison globalement de la volatilité de la conjoncture mondiale, de la baisse des exportations et d'une faible demande intérieure.*
- ✓ *Une plus grande dépendance que par le passé envers des dettes commerciales onéreuses. Les prêts contractés par la région sont de plus en plus des prêts commerciaux, plutôt que des prêts concessionnels des institutions multilatérales.*

Par ailleurs, les risques sécuritaires deviennent de plus en plus tendus dans la région, en raison des attaques djihadistes qui se multiplient (Niger, Burkina Faso, Mali).

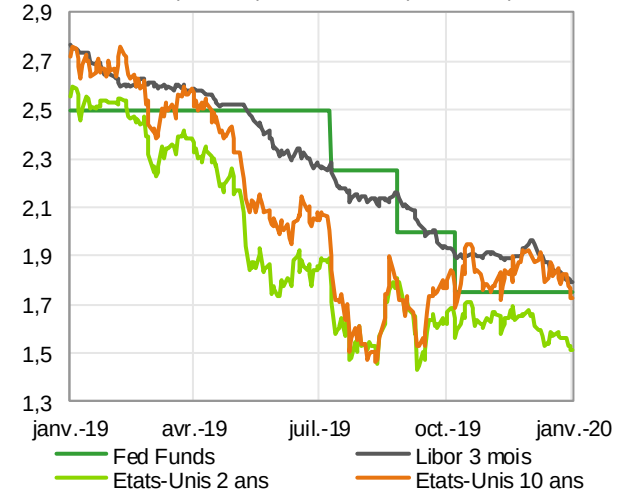
Les chocs climatiques conditionnent également la croissance économique de la région. En effet, elle est très dépendante de la pluviométrie, qui devient rare dans certaines zones. Ainsi, les périodes de culture se raccourcissent et les rendements diminuent. Les aléas de l'activité agricole impactent le reste de l'économie tels que les secteurs agro-alimentaire ou de l'énergie. L'insécurité alimentaire, la perte de biodiversité, la sécheresse ou encore les inondations ont un impact sur la croissance.

En définitif, un grand nombre de gouvernements sub-sahariens n'arrive pas à relancer leur croissance. Ces États ne disposent pas des ressources financières et managériales requises pour affronter les aléas de leur environnement.

Tendances à suivre

Taux d'intérêt en dollar américain

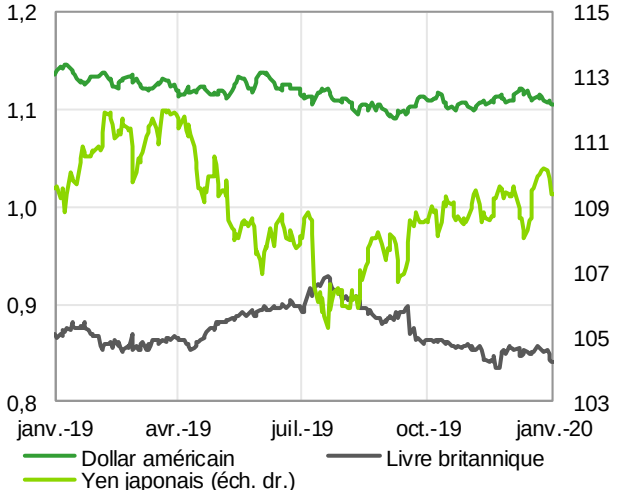
%, interbancaire (Londres) et souverains (Etats-Unis)



Source : Thomson Reuters

Taux de change des principales devises

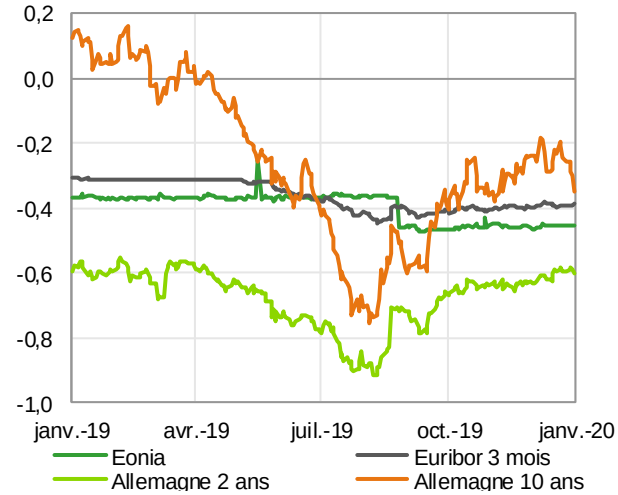
EUR/USD, EUR/GBP et USD/JPY



Source : Thomson Reuters

Taux d'intérêt en euro

%, interbancaires (Londres) et souverains (Allemagne)



Source : Thomson Reuters

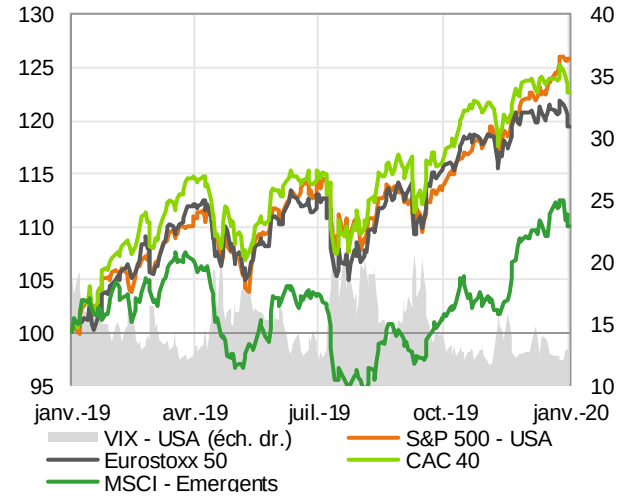
Spreads souverains européens avec le Bund

Pdb, dette en EUR à dix ans

Source : Thomson Reuters

Marché actions

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



Source : Thomson Reuters

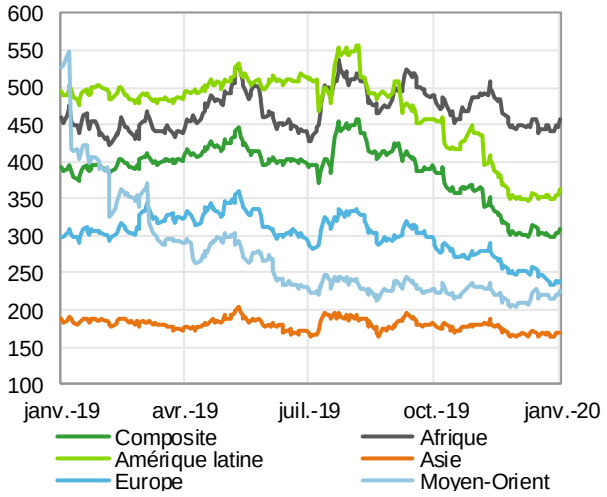
Cours de l'once d'or

USD/Once troy (Londres)

Source : Thomson Reuters

Spreads souverains émergents avec le T-Bond

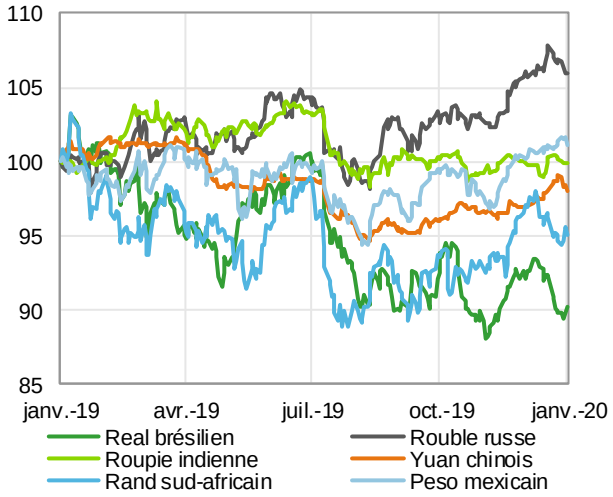
Indices EMBI+ (pdb, dette en USD de plus d'un an)



Source : JP Morgan

Devises émergentes

/USD (indice 100 = début de période)



Source : Thomson Reuters

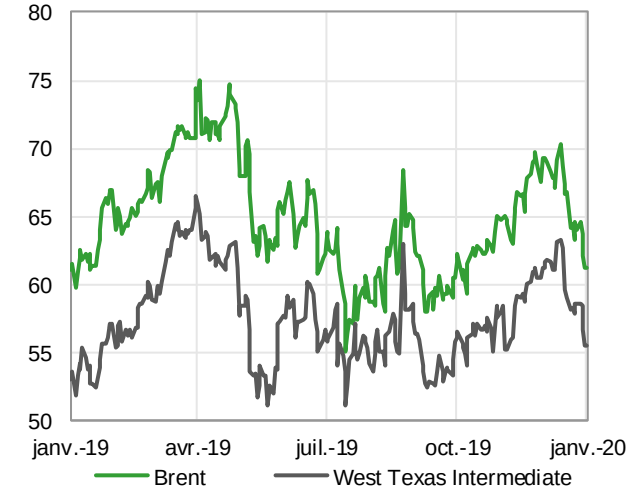
Coût du transport maritime de vrac sec

Baltic Dry Index (USD/point)

Source : Baltic Exchange

Cours du baril de pétrole brut en USD

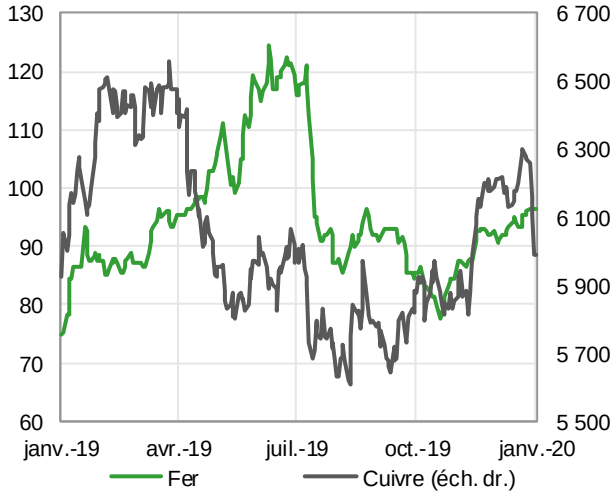
Brent (mer du Nord) et WTI (golfe du Mexique)



Source : Thomson Reuters

Cours des métaux

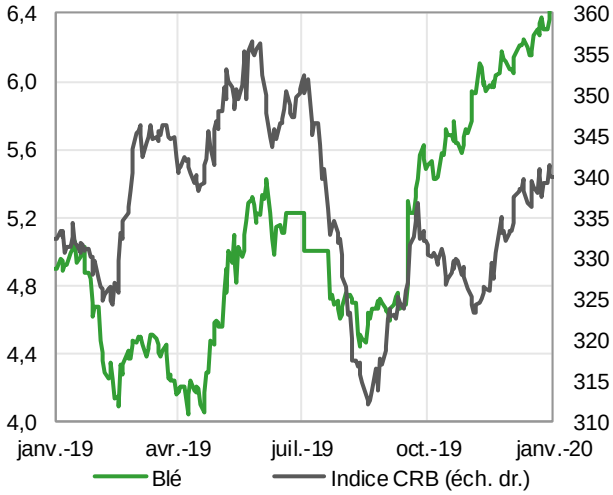
USD/tonne métrique



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
22/01/2020	Allemagne – Où va l'excédent courant ?	Allemagne
22/01/2020	L'OBSERVATOIRE financier des Entreprises Agroalimentaires	Agri & agro
22/01/2020	La retraite de Vladimir Poutine, encore un régime spécial	PECO
20/01/2020	France – Travail temporaire : tendances à mi-janvier 2020	France, sectoriel
17/01/2020	Monde – L'actualité de la semaine	Monde
14/01/2020	Allemagne – Scénario 2020-2021 : une lente sortie de récession du secteur industriel	Allemagne
14/01/2020	France – Scénario 2020-2021 : en 2020, la croissance continuera de reposer sur la demande intérieure	France
06/01/2020	PRISME – L'analyse de la conjoncture et de l'actualité agricole et agroalimentaire du Crédit Agricole	Agri & agro
20/12/2019	Monde – L'actualité de la semaine	Monde
19/12/2019	Podcast : Le boom de l'immobilier est-il durable ?	France, immobilier
18/12/2019	Russie : « les robinets sont ouverts »	PECO
13/12/2019	Monde – L'actualité de la semaine	Monde
06/12/2019	Monde – L'actualité de la semaine	Monde
04/12/2019	Taux bas : appréhender l'incompréhensible, admettre l'impuissance	Europe
02/12/2019	France – L'horizon s'éclaircit pour l'industrie manufacturière	France

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 : Tancrède POLGE
Amérique latine : Catherine LEBOUGRE
Afrique du Nord, Moyen-Orient : Olivier LE CABELLEC
Afrique sub-saharienne : Cécile JIN

Documentation : Dominique PETIT, Elisabeth SERREAU
Statistiques : Robin MOURIER
Réalisation et Secrétariat de rédaction : Fabienne PESTY

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

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

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

Application Etudes ECO disponible sur l'**App store** & sur **Google Play**

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