

Perspectives

Hebdomadaire – N°20/110 – 15 mai 2020

MONDE – L'actualité de la semaine

Le prochain numéro paraîtra le 29 mai 2020.

☞ <i>Quand quelques statistiques économiques renvoient au passé lointain</i>	1
☞ <i>Karlsruhe versus Luxembourg : pas si simple</i>	3
☞ <i>France : des chiffres du chômage en trompe l'œil au premier trimestre</i>	5
☞ <i>Zone euro : un jeu de négociation à deux niveaux</i>	5
☞ <i>Allemagne : un recul du PIB au T1 limité par un début de reprise en janvier et février</i>	6
☞ <i>Italie : une croissance sans surprise des crédits aux entreprises</i>	7
☞ <i>Italie : 55 Mds € supplémentaires pour soutenir l'économie</i>	8
☞ <i>Italie : recul important des commandes à l'industrie en mars</i>	9
☞ <i>Pays-Bas : baisse de la croissance au premier trimestre</i>	10
☞ <i>Le PIB britannique baisse de 2% au premier trimestre avec une seule semaine de confinement</i>	11
☞ <i>Moyen-Orient - Afrique du Nord : quels effets aura la crise sur les balances des paiements ?</i>	13
☞ <i>Mexique : préserver les finances publiques à tout prix (à n'importe quel prix ?)</i>	14
☞ <i>Slovaquie : la fragilité d'une économie ouverte</i>	15
☞ <i>Chine : comment réconcilier offre et demande ou le dialogue impossible de Keynes et Say</i>	16

☞ Quand quelques statistiques économiques renvoient au passé lointain

Une semaine éprouvante au cours de laquelle les marchés ont dû absorber un flux de très mauvaises nouvelles venant confirmer la gravité inédite de la crise, gravité annoncée, certes, mais encore loin d'être « calibrée ».

Aux États-Unis, le BLS (*Bureau of Labor Statistics*) a publié le rapport sur l'emploi d'avril. Au cours du seul mois d'avril, 20,5 millions d'emplois ont été détruits, portant le taux de chômage de 10,3% à 14,7% : il s'agit du taux le plus élevé et de la plus forte augmentation mensuelle jamais enregistrée (la série désaisonnalisée existe depuis janvier 1948). Le taux de chômage élargi, qui prend en compte le travail à temps partiel subi, atteint 22,8%. Le taux de chômage, corrigé des erreurs d'enregistrement de la part des salariés, pourrait encore être supérieur de près de 5 points de pourcentage (pp) : bref, un « gros quart » de la population active serait au chômage ou souffrirait de sous-emploi. Or, ce

record est obtenu alors même que le taux de participation a reculé de 2,5 pp à 60,2%, son niveau le plus faible depuis janvier 1973. Par ailleurs, si la chute du prix de l'énergie (-10%) justifie le repli en territoire négatif de l'inflation totale en avril (-0,8%), le reflux de l'inflation sous-jacente elle-même (-0,4% au cours du mois) est préoccupant. Sur un an, inflations totale et sous-jacente s'établissent respectivement à +0,3% (-1,1 pp par rapport à mars) et +1,4% (-0,7 pp).

Toujours aux États-Unis, après que les contrats à terme sur *Fed Funds* ont commencé à *pricer* la possibilité de taux négatifs en 2021, le sujet a été abondamment commenté officiellement. L'utilisation de taux négatifs a été exclue par le passé par la *Fed* et l'est de nouveau (en dépit des pressions très insistantes de D. Trump). Les arguments des opposants (unanimes au sein du Comité de politique monétaire) sont essentiellement de deux

ordres : les preuves de l'efficacité des taux négatifs sont « très mitigées » et les effets pourraient être globalement négatifs en raison de leur impact sur les intermédiaires financiers. La *Fed* a réaffirmé qu'elle utiliserait toute la gamme de ses outils pour soutenir l'économie tout en faisant part de son pessimisme quant à la capacité de rebond. J. Powell a donc invité le Congrès à prendre de nouvelles mesures de relance : le risque d'une politique insuffisamment active est bien supérieur à celui du dérapage de la dette publique.

Outre les données d'emploi et d'inflation américaines, les marchés ont dû digérer les chiffres d'activité émanant de Chine. Bien que celle-ci ne puisse en aucun cas constituer une sorte de « *benchmark* », les principaux indicateurs d'activité signalent que la sortie de crise risque d'être lente et chaotique. Si le rétablissement de l'offre se confirme (rebond de la production industrielle en avril), la demande ne suit pas (en témoignent les ventes au détail ou le secteur des services). Le

décalage entre les rythmes respectifs de reprise de l'offre et de la demande persiste : il suggère, d'une part, la faible expertise des autorités en termes de pilotage de la partie « économie de marché » et, d'autre part, une croissance susceptible d'épouser une forme heurtée de « *stop and go* » (offre sur une pente ascendante, demande en souffrance, accumulation de stocks pour l'écoulement desquels il ne faudra pas compter sur le reste du monde).

Également « plombés » par les nouvelles catastrophiques en provenance d'Europe, les marchés ont donc souffert : si les actions paient un tribut élevé, les taux sans risques ne s'effritent que légèrement et les primes de risque des souverains semi ou *non core* de la zone euro évoluent peu (notamment au regard des écarts récemment enregistrés). Il est peu probable que cette « accalmie » européenne précaire doive beaucoup à la perspective de la réunion de l'Eurogroupe dont, au-delà de précisions sur les modalités du plan de 540 milliards d'euros, il n'y a rien de substantiel à attendre.

Editorial

Karlsruhe versus Luxembourg : pas si simple

La semaine a été caractérisée par une série de déclarations qui indiquent à quel point il sera difficile pour les autorités européennes et allemandes de se tirer de la situation créée par l'arrêt de la Cour constitutionnelle allemande (CCA) sur le programme PSPP de la BCE sans infliger davantage de dégâts à leurs institutions.

De Bruxelles à Francfort en passant par le Luxembourg on se défend en montrant les muscles

Pour la BCE, il s'agit de se défendre contre une attaque à son indépendance. « *La BCE prend note de l'arrêt rendu par la Cour constitutionnelle fédérale allemande concernant le programme d'achat du secteur public (PSPP). Le Conseil des gouverneurs reste pleinement déterminé à faire tout ce qui est nécessaire dans le cadre de son mandat pour faire en sorte que l'inflation atteigne des niveaux compatibles avec son objectif à moyen terme et que les mesures de politique monétaire prises pour atteindre l'objectif de maintien de la stabilité des prix soient transmises à toutes les composantes de l'économie et à toutes les juridictions de la zone euro* ».

Pour la Commission européenne, il s'agit de défendre le périmètre de l'action de l'Union. « *Nous prenons bonne note de la déclaration claire de la Cour de justice européenne du 8 mai. Dans le même ordre d'idées, la Commission européenne défend trois principes fondamentaux : la politique monétaire de l'Union est une question de compétence exclusive ; le droit communautaire prime sur le droit national et les arrêts de la Cour de justice européenne sont contraignants pour tous les tribunaux nationaux. Le dernier mot sur le droit communautaire est toujours prononcé à Luxembourg. Nulle part ailleurs. La Commission européenne a pour mission de garantir le bon fonctionnement de l'eurosystème et du système juridique de l'Union. Nous analysons actuellement en détail l'arrêt de la Cour constitutionnelle allemande. Et nous examinerons les prochaines étapes possibles, qui pourraient inclure l'option d'une procédure d'infraction* ».

Pour la Cour européenne de justice, il s'agit de défendre la primauté du droit de l'UE. « *Afin de garantir l'application uniforme du droit communautaire, la Cour de justice, créée à cette fin par les États membres, est seule compétente pour juger qu'un acte d'une institution de l'UE est contraire au droit communautaire. Les divergences entre les juridictions des États membres quant à la validité de ces actes seraient en effet susceptibles de mettre en péril l'unité de l'ordre juridique communautaire et de porter atteinte à la sécurité juridique.* »

Les spéculations des observateurs au cours de la semaine se sont articulées autour des réponses alternatives : engager le bras de fer en ignorant l'arrêt de la CCA (poursuite du PSPP par la BCE sans la Buba ou renvoi au Parlement allemand pour un appui à la BCE) ou alors accommoder la CCA au risque de capituler (introduire des conditions de proportionnalité au PSPP ou renoncer au PSPP). Mais la solution ne paraît pas si simple.

Karlsruhe contre-attaque

Dans un entretien au *Frankfurter Allgemeine Zeitung*, le juge Huber de la CCA n'hésite pas à affirmer que « *la primauté illimitée du droit de l'UE n'est pas compatible avec la clause d'éternité de la Loi fondamentale allemande (Constitution)* ».

En bref, la CCA se dit prête à poursuivre la confrontation afin de sauvegarder les libertés fondamentales du peuple allemand. Et elle surenchérit en soulignant qu'il convient de noter que *l'Allemagne et la plupart des autres États membres de l'Union européenne n'auraient pas du tout adhéré si l'on avait adopté une application illimitée par la CJUE du droit européen prévalant sur la Loi fondamentale*.

Elle met aussi en garde la Commission. *Une procédure d'infraction entraînerait une escalade importante, ce qui pourrait plonger l'Allemagne et d'autres États membres dans un conflit constitutionnel difficile à résoudre. Parce que la priorité illimitée du droit de l'UE n'est pas compatible avec la clause d'éternité de notre Loi fondamentale et de nombreuses autres Constitutions. À long terme, cela affaiblirait ou mettrait en danger l'Union européenne.*

La certitude du droit ou un jugement politique ?

La CCA se défend en arguant du bien de l'Europe. *Dire clairement où nous mettons les limites les plus élémentaires, va faciliter la coopération entre les Cours européennes et les Cours nationales. L'identité constitutionnelle, c'est une notion qui permet d'éviter l'évolution de notre communauté en un pouvoir autoritaire hétéronome. Autrement dit, lorsqu'un autre État ou l'Union européenne impacte le quotidien du citoyen allemand et ce sans être au préalable légitimé par les institutions nationales. Si l'on souhaite que l'Europe reste dans le futur une structure institutionnelle stable et résistante, on ne peut se permettre que dans le doute la centralisation au profit de l'Union soit privilégiée.*

Des problèmes à venir

La CCA n'en a fini ni avec la BCE, ni avec la CJUE. *On peut dire que tous les programmes de la BCE sont affectés par cet enjeu, et que nous allons devoir nous pencher sur ces cas. D'ailleurs un recours constitutionnel concernant l'Union bancaire a été déposé, portant interrogation sur la question de savoir si le lancement du fonds de garantie des dépôts ne constitue pas un acte juridique ultra vires. Un autre gros enjeu est la question de savoir quelle est la réelle valeur de la Charte des Droits Fondamentaux au regard de son application par les États membres.*

La réponse accommodante des autorités allemandes

L'exécutif allemand ne semble pas vouloir entrer en route de collision avec la CCA. Selon A. Merkel cet arrêt obligerait le gouvernement allemand à agir de manière responsable et sage pour que l'euro puisse continuer à exister et l'incitera effectivement à faire plus dans le domaine de la politique économique pour promouvoir l'intégration. En citant Jacques Delors, elle déclare : *Nous avons également besoin d'une union politique, une union monétaire seule ne suffira pas.*

M. Schäuble a qualifié la décision de la CCA d'« inévitable, mais aussi dangereuse ». Sans cacher ne pas aimer la situation, il souligne néanmoins que les compétences de la BCE « devraient être interprétées de manière restrictive en cas de doute ». Et toujours en confortant la position de la CCA, il ajoute que « les institutions indépendantes qui ne sont pas légitimées ni contrôlées démocratiquement devraient se limiter strictement à leur mandat ».

Au sein de la CDU, les opinions ne sont pas unanimes. Si le leader du groupe PPE au Parlement européen M. Weber a qualifié l'arrêt *d'erreur sérieuse*, le candidat à la succession de Merkel, F. Merz, affirme que la déclaration de primauté du droit européen par la Commission est simplement inapplicable.

Neutraliser le champ miné autour de l'intégration européenne

La Commission pourrait poursuivre l'Allemagne pour grave violation du droit communautaire par la CCA. Cette action pourrait devenir particulièrement précieuse dans les perspectives à long terme de l'intégration européenne. Car il est devenu évident que la CCA, depuis le début des années 1990 et de façon croissante au cours de la dernière décennie, a

mis en place une batterie de contraintes pour la poursuite de l'intégration européenne. Pourtant, cette jurisprudence ne semble pas refléter la vision des fondateurs de la République d'après-guerre, qui n'ont nulle part établi la souveraineté de l'État comme un obstacle au développement d'une UE à laquelle l'Allemagne participe en tant que partenaire égal. Il faudrait même s'interroger sur la justification de la position de la CCA à la lumière de l'histoire constitutionnelle de l'État allemand (qui, rappelons-le n'a recouvré sa pleine souveraineté qu'en 1990). Cette action pourrait pousser la volonté politique à ramener la CCA là où elle devrait être institutionnellement, c'est-à-dire en tant qu'organe chargé de contrôler l'action des pouvoirs publics allemands pour s'assurer qu'elle est conforme à la loi fondamentale allemande, ni plus ni moins.

Ce serait un risque à prendre pour briser la paralysie intérieure et déclencher des changements internes. Le gouvernement fédéral allemand serait alors dans l'obligation européenne d'appliquer l'arrêt, en modifiant son droit interne et briser le tabou du changement de la loi fondamentale.

La Constitution irlandaise pourrait fournir un exemple du chemin possible. Elle a été modifiée pour stipuler qu'« aucune disposition de la présente Constitution n'invalide les lois promulguées, les actes accomplis ou les mesures adoptées par l'État [...] qui sont rendus nécessaires par les obligations découlant de l'adhésion à l'Union européenne [...] ou n'empêche les lois promulguées, les actes accomplis ou les mesures adoptées par (i) ladite Union européenne [...] ou ses institutions [...] d'avoir force de loi dans l'État ».

La question est néanmoins très clairement posée

Le rejet par la CCA de l'application uniforme du droit de l'Union sur la base de sa propre interprétation du principe démocratique et du contrôle des compétences n'est pas nécessairement partagé par d'autres juridictions nationales et ressemble à une forme d'hégémonie culturelle dans le champ juridique. Le respect de l'identité constitutionnelle est aussi important pour la défense de l'Union européenne (et de sa Cour suprême) et de l'autonomie de son propre ordre juridique contre toutes les tentatives des tribunaux nationaux d'affirmer leur suprématie (culturelle). Peu importe quelle Cour tenterait de le faire. Cependant, la question posée par la CCA ne peut pas être facilement évacuée et oblige à aborder la question de l'intégration européenne de façon ouverte et transparente.

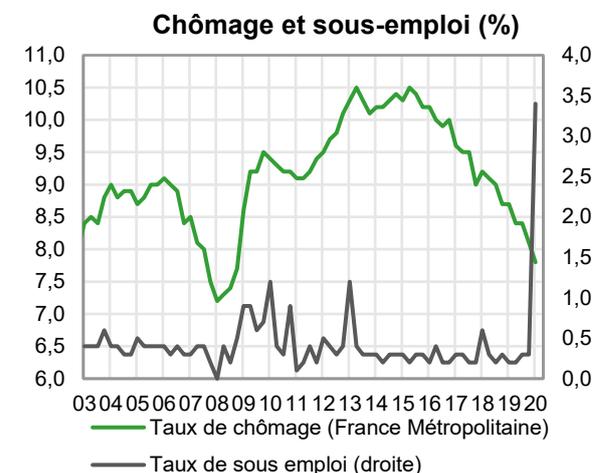
Zone euro

France : des chiffres du chômage en trompe l'œil au premier trimestre.

De façon surprenante, le taux de chômage au sens du BIT (Bureau International du Travail) a atteint 7,6% en France métropolitaine (7,8% pour la France entière), après 7,8% au quatrième trimestre 2020 (8,1% pour la France entière). Ces bons chiffres apparents n'indiquent pourtant pas un dynamisme surprenant sur le marché du travail. En effet, au sens du BIT, un chômeur doit être sans travail, être disponible dans un délai de deux semaines et être à la recherche active d'un emploi. Suite au confinement, beaucoup de personnes sans emploi n'ont pas pu se rendre disponibles pour cause de garde d'enfants par exemple, d'autres ont dû suspendre leurs recherches, car leur secteur d'activité s'est subitement retrouvé à l'arrêt (commerce, restauration...). Le nombre de personnes dans le « halo du chômage » (qui souhaitent un emploi sans être au chômage) augmente en revanche.

Autres indications de la dégradation du marché du travail en fin de trimestre, le nombre d'heures travaillées est en baisse de près de 6% sur un an et

le sous-emploi (personnes à temps partiel souhaitant travailler davantage) augmente fortement en lien avec le recours massif au chômage partiel sur la deuxième quinzaine du mois de mars.



☑ Notre opinion – Si des considérations techniques causent une surprenante baisse du taux de chômage au premier trimestre, la crise sanitaire actuelle a bien des effets négatifs sur le marché du travail. Au premier trimestre, l'emploi salarié privé a chuté de 2,3%, soit 435 800 destructions nettes d'emplois. Les travailleurs en intérim et en contrat court ont été les plus durement touchés par cet ajustement et n'ont ainsi pas pu bénéficier du chômage partiel qui permet de préserver les emplois en CDI et en CDD de plus longue durée. L'effet de ces destructions d'emplois devrait se traduire par une forte hausse du taux de chômage au deuxième trimestre.

Zone euro : un jeu de négociation à deux niveaux

Le Conseil européen a trouvé un accord unanime sur le fonds de réassurance contre le chômage SURE. Le *Support to Mitigate Unemployment Risks in an Emergency following the COVID-19 outbreak (SURE)*, un plan de 100 Mds € (0,7% du PIB de l'UE) de prêts. Ce fonds temporaire est destiné à fournir des prêts à long terme (deux ans, renouvelables pendant six mois) à des taux favorables, pour soutenir les dépenses que les États engagent pour financer les dispositifs de chômage partiel. À bien regarder, il ne s'agit pas tellement de réassurance contre le chômage, mais plutôt d'un dispositif d'aide au maintien dans l'emploi. En effet, il doit financer tout dispositif fournissant un soutien au revenu des salariés dans l'emploi, mais aussi toute mesure garantissant la santé sur le lieu du travail. La seule conditionnalité est le respect de cette destination des fonds et vise à valider des schémas qui ont fait leurs preuves pour le maintien de l'emploi. Le fonds sera alimenté par des ressources extérieures affectées et non par des postes du budget de l'UE. C'est avec un effet de levier dû à la bonne notation de crédit de la Commission (AAA) qu'elle pourra lever ces fonds à de faibles coûts, en s'appuyant sur 25 Mds € (0,17% du PIB de l'UE) de

garanties fournies volontairement par les États membres. Ces garanties ne sont pas conjointes et il ne s'agit donc pas de mutualisation. Ainsi, les pays du nord sont préservés du risque d'aléa moral. Les pays bénéficiaires pourront profiter d'une certaine forme de solidarité : des conditions plus favorables d'endettement de la CE et ne pas être discriminés dans l'utilisation des prêts, grâce à la garantie commune. Cette solidarité est certes limitée, car la moindre dépense d'intérêts des États bénéficiaires reste limitée par la faible extension temporaire et du montant du fonds, mais elle existe néanmoins.

Le fonds pourrait donc être un modèle pour d'autres instruments futurs de nature plus permanente et d'une plus grande portée. Mais sur le *Recovery Fund*, l'instrument qui doit financer la reprise européenne, la partie est encore entièrement ouverte. La Commission a tardé à présenter sa proposition et, sans surprise, elle est sans ambition. Un dénominateur minimum commun qui ne satisfait pas les pays du sud. Ceux-ci (France, Italie, Espagne, Grèce et Chypre) se sont portés signataires d'une proposition qui prévoit un mécanisme de répartition qui, tout en étant dans le

cadre du budget de l'UE, ne s'inspire pas seulement des schémas de tout budget européen normal. Le fonds « devrait être principalement destiné aux secteurs et aux zones géographiques d'Europe les plus touchés, et être consacré à la lutte contre cette crise sans précédent, avec des critères d'attribution

spécifiques ». Bref les critères ne devraient pas être ceux utilisés pour les fonds de cohésion, ce qui ne serait pas pour plaire aux pays de l'est. D'autre part, les fonds doivent être constitués en grosse partie de subventions et non de prêts venant alourdir les dettes déjà élevées.

☑ Notre opinion – *La situation économique exceptionnelle exige le changement. Ce changement doit être négocié, afin que tout le monde y trouve son avantage. En l'absence d'un hégémon éclairé capable d'assumer son rôle de leadership, la négociation est lente, difficile et tout est permis. La Commission cherche désespérément à faire une proposition qui reçoit déjà l'approbation du plus grand nombre d'États membres signalant que plus que jamais, ce sont eux qui détiennent le pouvoir. Les positions allemande et française sont encore très éloignées.*

Alors que les décideurs allemands peuvent plausiblement invoquer une contrainte politique intérieure stricte, telle qu'une contrainte constitutionnelle, les autres acteurs à la table des négociations seraient-ils plus susceptibles de se rapprocher de la position allemande ? L'intervention de la CCA (cf. [éditorial](#)) semble destinée à renforcer les voix allemandes dans les négociations politiques.

👉 **Allemagne : un recul du PIB au T1 limité par un début de reprise en janvier et février**

Les données préliminaires publiées par Destatis sur la croissance allemande du premier trimestre 2020 témoignent d'une chute du PIB de 2,2% en variation trimestrielle. Ce recul reflète en majeure partie les effets liés aux chocs d'offre et de demande causés par l'arrêt forcé d'un grand nombre d'activités en Allemagne et dans le monde pour enrayer la propagation du virus. Il s'agit du recul trimestriel le plus important jamais constaté depuis la crise financière de 2009. Même si nous ne disposons pas encore des composantes de ce repli, nous pouvons supposer au regard des données dures disponibles sur la production industrielle, les ventes au détail et le commerce extérieur, que l'ensemble des postes de la croissance ont été significativement impactés par cette crise sanitaire. La demande intérieure devrait contribuer assez négativement à cette chute en raison des mesures de confinement imposées aux personnes, affectant ainsi les comportements de consommation. Celle-ci étant quasi exclusivement réduite aux denrées alimentaires et aux produits de soins et de santé.

Également, le nombre croissant de demandes de mise au chômage partiel (470 000 en mars) suggère qu'entre neuf et dix millions de salariés pourraient être concernés (contre 1,5 million au plus fort de la crise de 2009) par une baisse non négligeable du revenu disponible (l'indemnisation de chômage partiel représentant 60 ou 67% de la rémunération forfaitaire nette). Cette situation a participé à une baisse de la consommation et à une hausse de l'épargne de précaution de la part des ménages. L'incertitude sur le rythme de la reprise et l'emploi une fois l'épidémie passée ont nui à la consommation.

L'investissement n'a lui aussi pas été épargné par une forte tendance baissière en raison de la perte de chiffre d'affaires des entreprises qui préfèrent repousser à plus tard tout projet d'investissement

productif. L'investissement dans la construction a également été affecté par cette crise sanitaire, mais les effets de celle-ci sur l'activité du secteur sont jugés plus transitoires et fortement liés à l'arrêt contraint des chantiers. Une reprise rapide de l'activité post-période de confinement est donc envisagée en raison d'une demande domestique en logements toujours vigoureuse. Les exportations ont été particulièrement impactées par le recul de la demande mondiale causé par la pandémie. Les exportations en valeur vers la Chine ont chuté de 14% au premier trimestre (en variation trimestrielle), celles à destination des États-Unis de 2% et celles vers la zone euro de -0,5% ; or, ce sont précisément les principaux partenaires commerciaux de l'Allemagne. Au total, les exportations allemandes en valeur ont chuté de plus de 3% au premier trimestre. Les importations ont été stoppées par les restrictions imposées sur les activités non essentielles et par la rupture des chaînes d'approvisionnement, elles ont reculé de 1% sur le trimestre. Au global, les exportations nettes devraient ainsi baisser de 2% et peser sur la croissance du PIB.

Enfin, les restrictions d'ouverture et de fonctionnement des entreprises ont vraisemblablement conduit à une hausse conséquente des stocks pendant la période de confinement. La croissance du deuxième trimestre devrait pâtir davantage des mesures d'arrêt de la production non essentielle qui ont pris pleinement effet sur le mois d'avril pour entamer un début de relâchement à la fin de celui-ci. Les dernières mesures de déconfinement ont été actées le 6 mai dernier, en accord avec les différents Länder qui sont en charge de planifier leur mise en œuvre et libre de choisir leur entrée en vigueur. Elles prévoient une réouverture de la totalité des magasins, y compris ceux dont la surface de vente dépasse les 800 m². La totalité des écoles et des crèches sont invitées à rouvrir avant les vacances

d'été et les activités sportives en extérieur sont de nouveau autorisées. Les matchs du championnat allemand de football sont également autorisés à reprendre, mais à huis-clos. Toutefois, pour éviter tout risque de redémarrage de foyers infectieux dans le pays, les mesures de distanciations sociales sont maintenues et le port du masque reste obligatoire dans les commerces et les transports publics. Enfin, le gouvernement a établi une règle imposant aux États fédéraux un retour à des mesures de confinement strictes, si dans un district ou une

municipalité on enregistre plus de 50 nouveaux cas d'infection cumulés pour 100 000 habitants sur une période de sept jours glissants. Si un foyer est clairement localisé, les restrictions ne doivent s'appliquer qu'à ce foyer spécifique. S'il se déclare à l'échelle régionale ou sur une zone plus étendue et que les chaînes d'infection ne sont pas identifiées, des restrictions rigoureuses devront être réintroduites au niveau régional, sur la base de celles existant avant le 20 avril, date de début du relâchement des mesures de confinement.

✓ Notre opinion – *La croissance allemande n'est pas épargnée par la crise sanitaire du Covid-19 au T1. Elle accuse un recul néanmoins limité grâce aux deux premiers mois de l'année, où le pays a enregistré un rebond de sa production industrielle et de ses ventes au détail avant d'essuyer les chocs d'offre et de demande provoqués par la pandémie au mois de mars. Toutefois, la croissance du deuxième trimestre s'annonce plus délicate en raison de la pleine effectivité des mesures d'arrêt des activités non essentielles. La production industrielle qui prend une part conséquente dans la valeur ajoutée du pays et la place des exportations rendent le pays plus vulnérable à cette crise mondiale.*

 **Italie : une croissance sans surprise des crédits aux entreprises**

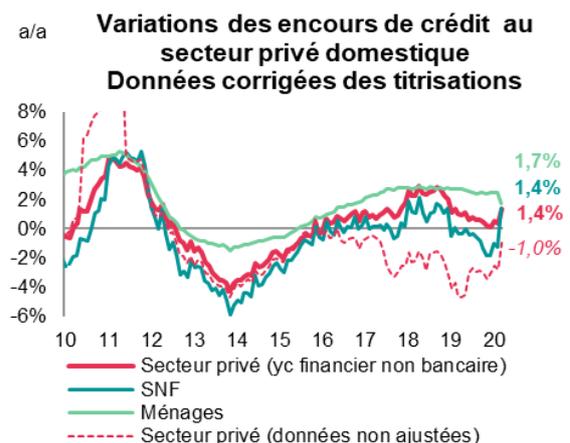
Les données publiées (*Banche a Moneta*) mardi 12 mai par la Banque d'Italie étaient attendues. Elles rendent compte des tendances à fin mars, soit après trois semaines de confinement du pays (commencé le 11 mars) et la mise en place des premières mesures de soutien à l'économie, notamment les dispositions du décret *Curà Italia* (17 mars 2020) et les moratoires d'initiative privée.

L'encours de crédit au secteur privé (en données corrigées des titrisations) progresse sur un an de 1,4%, après une hausse de 0,3% en février. Pour la première fois depuis plusieurs mois, le crédit aux sociétés non financières (SNF) retrouve une variation positive : l'encours gagne 1,4% sur un an, porté par des besoins de financement urgents (crédits de trésorerie) ; en février, il reculait de 1,3%. Pour les ménages, la variation se monte à +1,7%, contre en moyenne +2,5% sur les douze derniers mois, en lien avec le freinage soudain des transactions immobilières et de la consommation, ainsi que la détérioration des perspectives et la baisse de confiance. La production de crédits aux SNF a accéléré au mois de mars, elle a atteint 41 Mds €, alors qu'elle n'était que de 34 Mds € en mars 2019. La dynamique est tout autre côté ménages, puisque la production recule quelle que soit la catégorie de crédits (habitat, consommation et autres), de près de 24% sur un an au total (à 10 Mds € en mars).

Les dépôts du secteur privé continuent de croître, mais à un rythme moindre que le mois précédent (+5,7% sur un an et +1,7% sur un mois) et la

désaffection à l'égard des obligations bancaires se poursuit (-4,1% sur un an et -2,4% sur un mois). La hausse des encours de dépôts permet aux banques italiennes d'afficher un ratio crédits/dépôts de 97,7% à fin mars, en amélioration de 540 points de base sur un an et de 65 sur le trimestre.

Les *sofferenze* (créances douteuses) sont passées de 72,9 Mds € à fin décembre à 70,9 Mds € à fin mars, alors que le montant de provisions est resté le même sur le trimestre. Aussi, le ratio brut de *sofferenze* sur encours de crédit s'est amélioré à 4,2%, tandis que le ratio net est resté stable sur la période (1,6%).



Sources : Banque d'Italie, Crédit Agricole S.A./ECO

☑ Notre opinion – *Les tendances en matière de crédits aux SNF amorcées en mars devraient accélérer suite à l'entrée en vigueur du décret Liquidità du 8 avril 2020, avec la mise en place des prêts garantis par l'État (PGE). Les données publiées conjointement par le ministère de l'Économie et des Finances, le ministère du Développement économique, l'Associazione Bancaria Italiana, la Banque d'Italie et les deux sociétés chargées des PGE font état d'un nombre croissant de demandes de PGE. Quant à la qualité des actifs, il faudra s'attendre à une augmentation de l'encours de sofferenze dans les prochains mois, en raison de l'exclusion d'entreprises des différents dispositifs d'aides de l'État (moratoires et garanties).*

 **Italie : 55 Mds € supplémentaires pour soutenir l'économie**

Le gouvernement annonce son nouveau plan de soutien (« *Decreto Rilancio* ») aux ménages et aux entreprises pour un montant de 55 Mds €, qui se rajoutent aux 16 Mds € du décret « *Cura Italia* ». Au total, le soutien à l'économie a un impact sur le déficit de 4,5% du PIB. Des garanties publiques pour 750 Mds € (soit 42% du PIB) avaient aussi été octroyées début avril. Voici les principales mesures lancées par le gouvernement.

25,6 Mds € du décret iront aux travailleurs, dont beaucoup ont été dramatiquement touchés par l'urgence coronavirus. Les mesures pour les travailleurs indépendants ont été maintenues pour le mois d'avril et, dans certains cas en mai, pour un montant d'environ 4,5 Mds €. Ainsi, les travailleurs et les professionnels indépendants, les travailleurs saisonniers du tourisme et des stations thermales et les travailleurs du secteur agricole, qui sont déjà bénéficiaires pour le mois de mars 2020 d'une indemnité égale à 600 euros reçoivent une indemnité du même montant pour le mois d'avril. Les travailleurs domestiques ayant un ou plusieurs contrats de travail, au 23 février 2020, pour une durée totale de plus de 10 heures par semaine, se voient accorder une indemnité mensuelle de 500 euros par mois pour les mois d'avril et mai, à condition de ne pas avoir bénéficié d'autres allocations introduites par le décret « *Cura Italia* ». En outre, les travailleurs dans les activités culturelles qui remplissent certaines conditions reçoivent une indemnité de 600 euros pour les mois d'avril et de mai et les professionnels indépendants qui sont affiliés aux régimes de gestion séparés de l'Inps (la Sécurité sociale) et qui ont subi une réduction d'au moins 33% de leurs revenus au cours des deux derniers mois de 2020, par rapport aux deux derniers mois de 2019, ont droit à une allocation de 1 000 € en mai. Environ un million de ménages en difficulté et jusqu'à présent exclus des subventions actuelles recevront un revenu d'urgence, qui varie entre 400 et 800 €. Les aides aux familles avec des enfants ont été maintenues également : le congé parental est prolongé jusqu'à trente jours pour les parents employés par des particuliers ayant des enfants âgés de douze ans ou moins, qui recevront une allocation à hauteur de 50% de leur salaire. Par ailleurs, il est possible de cumuler la prime garde d'enfant de 600 € (qui devient 1 200 € pour ceux qui ne l'ont pas encore obtenue), à dépenser dans des centres d'été et des services de garde d'enfants

supplémentaires. Par ailleurs, les familles qui envisagent de passer leurs vacances en Italie pourront recevoir un bonus sous forme de crédit impôt d'un montant maximale de 500 euros pour chaque famille avec un enfant à charge, 300 euros pour les familles composées de deux personnes et 150 euros pour celles composées d'une seule personne.

En ce qui concerne le dispositif de chômage partiel « *Cassa integrazione guadagni* », l'attribution originale de neuf semaines de supplément de salaire ordinaire est confirmée pour les employeurs en cas de réduction/suspension du travail due à des événements liés à l'urgence épidémiologique. Il est possible, exclusivement pour les entreprises qui ont déjà utilisé les neuf premières semaines, de demander cinq semaines supplémentaires, soit un total de quatorze semaines utilisables entre le 23 février et le 31 août. Le coût de cette manœuvre est estimé 15 Mds €.

Afin de relancer l'activité du bâtiment, un bonus est accordé pour les travaux de modernisation énergétique et antisismique. Le décret prévoit la déduction de 110% des dépenses engagées entre le 1^{er} juillet 2020 et le 31 décembre 2021 pour des interventions spécifiques visant à augmenter l'efficacité énergétique des bâtiments (Ecobonus), la réduction du risque sismique (Sismabonus) et les interventions connexes liées à l'installation de systèmes photovoltaïques et de colonnes pour la recharge des véhicules électriques.

Le décret prévoit environ 15 Mds € d'aides pour les entreprises auxquels s'ajouteront 4 Mds € destinés aux réductions d'impôts pour toutes les entreprises dont le chiffre d'affaires ne dépasse pas 250 millions d'euros. Pour les petites entreprises et les indépendants dont le chiffre d'affaires (CA) ne dépasse pas 5 millions d'euros et qui ont subi une perte d'au moins 33% sur le CA d'avril 2020 par rapport à avril 2019, un mécanisme d'aide non remboursable sera adopté. La compensation, estimée à 7 Mds €, est proportionnelle à la perte de CA subie en avril 2020 par rapport au même mois de 2019 et sera de 20% pour les CA jusqu'à 400 000 euros, de 15% pour ceux entre 400 000 et 1 million et de 10% au-delà. Pour les entreprises moyennes dont le CA ne dépasse pas 50 millions d'euros et qui, en raison de l'urgence, ont subi une baisse de leur CA de plus de 33%, un crédit d'impôt pouvant

atteindre 30% de l'augmentation de capital (qui doit être d'au moins 250 000 euros) est accordé. Le « *Fondo Patrimonio Pmi* » géré par Invitalia¹ pourra au contraire investir directement dans le capital des sociétés (jusqu'à un maximum de 800 000 euros) au moyen d'instruments financiers remboursables sur six ans. Pour les entreprises dont le CA est supérieur à 50 millions d'euros, avec un accent particulier sur les infrastructures stratégiques et les chaînes d'approvisionnement et l'impact sur l'emploi, la Caisse des Dépôts pourra accorder des prêts, souscrire des prêts convertibles, participer à des augmentations de capital, acheter des actions sur le marché ou intervenir dans les opérations de restructuration.

Avec un budget d'environ 4 Mds €, environ 1,9 million d'entreprises sont exonérées du paiement de la taxe régionale sur les activités productives pour l'année 2019 et de la première tranche, égale à 40%, de l'avance pour 2020. La mesure concerne les entreprises et les professionnels jusqu'à 250 millions d'euros de revenus, à l'exclusion des banques, des compagnies d'assurance et des organismes publics. Les paiements relatifs aux retenues à la source sur les revenus du travail, aux impôts locaux supplémentaires, à la TVA et aux cotisations sont à nouveau prorogés (jusqu'au 16 septembre) pour les entreprises qui ont subi une baisse de CA, qui font partie des secteurs les plus touchés ou qui se trouvent dans les provinces déclarées zone rouge au début de la pandémie. Le paiement peut être effectué en un seul versement ou en différant le paiement en quatre versements égaux à partir de septembre. 2 Mds € seront alloués à l'adaptation des locaux ouverts au public (avec un crédit d'impôt transférable égal à 60% des dépenses engagées et une limite de 80 000 € par entreprise).

En matière sanitaire, il est prévu de renforcer et de réorganiser le réseau hospitalier, et les activités de surveillance active. Au total, plus de 3,2 Mds € sont prévus pour la seule année 2020. Le décret prévoit tout d'abord le renforcement des soins à domicile pour les patients covidés et non-covidés (personnes âgées fragiles) avec une dotation de 1,25 Md €, qui se traduira par l'embauche de 20 000 infirmières, médecins et techniciens. L'augmentation de 3 500 lits en soins intensifs créée pour faire face à l'urgence est confirmée, et 4 225 lits en soins semi-intensifs seront mis à niveau, dont 50% devront être immédiatement convertis en lits de soins intensifs. En outre, les services infirmiers de district sont renforcés, avec l'introduction d'infirmières de famille ou communautaires, afin de renforcer la prise en charge des personnes infectées par le Covid-19 sur le territoire. Il est prévu d'engager des assistants sociaux et socio-médicaux et d'activer des centres opérationnels régionaux de soins aux malades. 300 lits en soins intensifs seront mis à disposition, répartis en quatre établissements mobiles de 75 lits chacun, à répartir dans des zones équipées préalablement identifiées par chaque région et province autonome.

Ce décret anti-crise met en place également un mécanisme de déblocage des paiements de 12 Mds € pour le règlement de certaines dettes, liquides et exigibles au 31 décembre 2019, des collectivités locales et des autorités sanitaires locales envers leurs fournisseurs. De ce financement, 6,5 Mds € sont alloués aux municipalités, aux provinces et aux villes métropolitaines, 1,5 Md € aux régions et 4 Mds € sont réservés aux autorités sanitaires locales. Les ressources sont gérées par la Caisse des Dépôts avec des avances à restituer dans trente ans.

☑ Notre opinion – Le décret « avril », qui finalement s'est converti en décret « mai », constitue la dernière réponse gouvernementale à la crise économique déclenchée par le Covid, et qui s'est déjà matérialisée dans les chiffres du premier trimestre, avec une baisse de 4,7% en rythme trimestriel. Bien qu'inférieure au montants déployés par la France et l'Allemagne, la réponse de l'administration Conte est solide et couvre un univers vaste, allant des grandes entreprises aux familles les plus démunies. Pourtant, cette manœuvre ne sera pas suffisante pour une économie déjà stagnante dans la période d'avant-crise.

Italie : recul important des commandes à l'industrie en mars

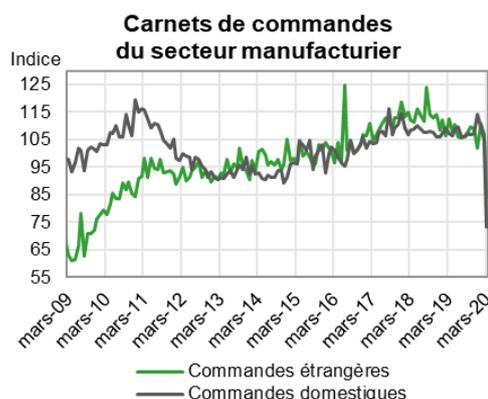
Les commandes à l'industrie italienne ont chuté fortement en mars, du fait des mesures liées à la contention de la propagation du Covid. Le recul s'affiche à -26,5% par rapport à février et concerne les commandes domestiques (-29,9%) et celles en provenance de l'étranger (-21,4%). Sur un an, l'indice a reculé de 26,6% et seulement le secteur de l'industrie pharmaceutique (+19,5%) présente une

variation positive. La pire performance a été enregistrée dans l'industrie du transport (-55,4%).

Les données concernant les commandes sont en ligne avec la forte chute de la production industrielle au mois de mars. Par rapport à février, l'indice a reculé de 28,4% et concerne tous les compartiments : les biens d'équipement (-39,9%), les biens intermédiaires (-27,3%), les biens de consommation (-27,2%) et l'énergie (-10,1%). Par rapport à mars

¹ Agence nationale pour la promotion des investissements et le développement des entreprises

2019, tous les secteurs d'activité enregistrent des baisses prononcées, particulièrement la fabrication de moyens de transport (-52,6%), les activités du textile et de l'habillement (-51,2%), la production de machines et équipements (-40,1%) et la métallurgie et la fabrication de produits métalliques (-37%). La plus faible baisse est enregistrée dans les industries alimentaires, les boissons et le tabac (-6,5%).



Sources : Istat, Crédit Agricole S.A.

Notre opinion – Les données concernant la production industrielle et le niveau de commandes à l'industrie sont sévères, mais pas surprenantes, compte tenu des mesures de confinement et d'arrêt de la production non essentielle. Pourtant, l'indice devrait subir une chute plus prononcée au mois d'avril, quand l'arrêt de la production a concerné la totalité du mois.

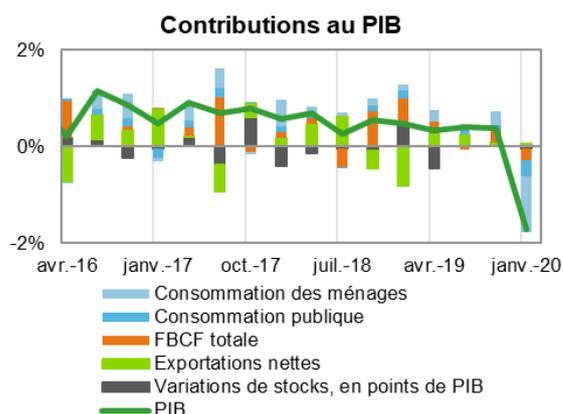
Nous commençons à observer l'effet global de la crise, qui s'est reflété sur l'économie italienne dans les données concernant le commerce extérieur de mars. Ainsi, les exportations ont chuté de 13,5% sur un an (-14,7% pour les ventes extra-UE et -12,2% pour celles destinées à l'UE). Les importations ont également chuté de manière drastique (-18,1 %) sur les deux marchés, plus nettement sur les marchés hors UE (-21,7%) que dans la zone UE (-15,5 %). Les pays qui contribuent le plus à la baisse des exportations sont la France (-18,3%), le Royaume-Uni (-24,3%), l'Espagne (-19,8%), la Suisse (-18,9%), l'Allemagne (-7,2%) et les pays de l'OPEP (-24,3%). Parmi les secteurs qui contribuent le plus à la baisse des exportations, nous trouvons les véhicules automobiles (-40,7%), les articles en cuir, à l'exclusion des vêtements (-32,2%), les machines et équipements (-21,2%) et les autres moyens de transport, à l'exclusion des véhicules automobiles (-26,9%).

Pays-Bas : baisse de la croissance au premier trimestre

Le PIB néerlandais a diminué de 1,7% au premier trimestre 2020 par rapport au quatrième trimestre 2019, enregistrant sa plus forte contraction depuis 2009 (-3,6% au T1). Les dépenses de consommation des ménages ont enregistré une baisse historique depuis 1987. Elles ont diminué de 2,7% par rapport au dernier trimestre de 2019. La consommation publique a quant à elle baissé de 1,4%. Le repli de l'investissement a été plus contenu enregistrant un recul de 1,1%. La contribution des exportations nettes a été positive, le ralentissement des importations (-3,5%) a compensé en partie la baisse des exportations (-3%).

Du côté de l'offre, les secteurs les plus pénalisés par la crise sanitaire sont les activités de culture, loisirs et sports (-7,1%); les services de commerce, de transports, d'hébergement et de restauration

(-3,4%). Le secteur de la construction s'est distingué par une croissance de 5,5% de la production.



Source : CBS, Crédit Agricole S.A.

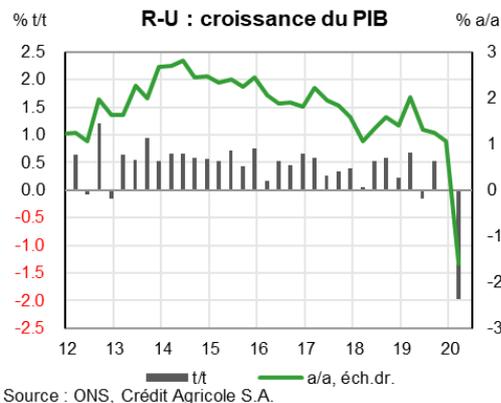
Notre opinion – Alors que les données enregistrées au cours des deux premiers mois indiquent une tendance positive de l'activité, cette dynamique a été brutalement interrompue par la crise sanitaire liée au Covid-19 en mars. Bien qu'historique à bien des égards, l'amplitude du choc reste bien en deçà de celle observée dans d'autres pays de la zone euro. Il est peut-être trop tôt pour le dire, mais la stratégie adoptée par le gouvernement néerlandais de ne pas instaurer des mesures radicales de confinement semble, pour le moment, payante. Une baisse encore plus marquée du PIB reste attendue au T2 qui concentre une grande partie de la période de confinement. Elle devrait nous en révéler davantage sur les effets du « confinement intelligent ».

Royaume-Uni

Le PIB britannique baisse de 2% au premier trimestre avec une seule semaine de confinement

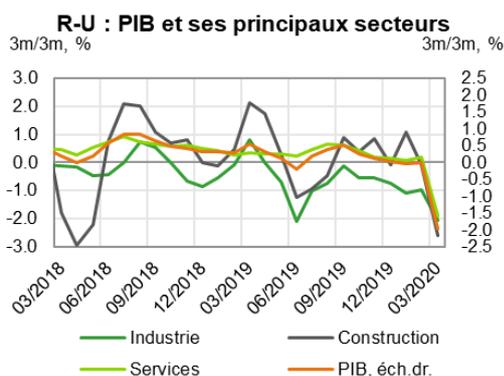
La croissance trimestrielle au premier trimestre frôle le plus bas de la crise de 2008

Les premières estimations de l'impact de la crise du Covid-19 sur le PIB ont été publiées cette semaine par l'office des statistiques nationales. Avec une seule semaine de confinement en Grande-Bretagne au premier trimestre (à partir 23 mars de manière formelle), la chute du PIB est estimée à 5,8% sur le seul mois de mars et à 2% sur le trimestre. Ce dernier chiffre est en ligne avec notre prévision, mais moins négatif que les anticipations du consensus (-2,6%) et la prévision de la Banque centrale d'Angleterre (-3% dans son « scénario illustratif »). Il s'agit de la plus forte contraction trimestrielle depuis le quatrième trimestre 2008, lorsque le PIB s'était replié de 2,1%.



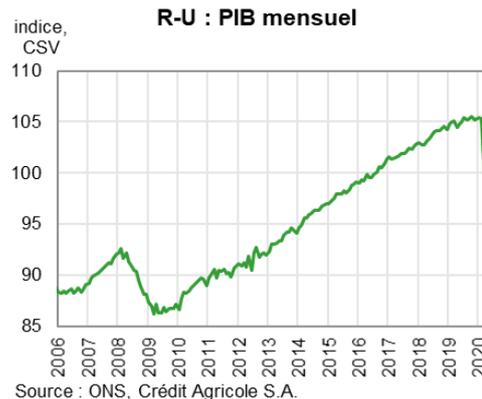
La pandémie a impacté les quatre secteurs principaux d'activité

Les mesures de distanciation sociale mises en place au mois de mars ont conduit à une baisse de la consommation, aussi bien privée que publique, et de l'investissement. Des entreprises et des usines ont dû fermer, entraînant des ruptures dans les chaînes de production. Sur le trimestre, l'activité s'est repliée de 2,6% dans la construction, de 2,1% dans l'industrie, de 1,9% dans les services et de 0,2% dans l'agriculture, même si certains sous-secteurs spécifiques ont dû accroître leur production pour faire face à une demande accrue.



Des baisses records au mois de mars

La baisse de 5,8% au mois de mars représente la plus forte chute de l'activité enregistrée sur un mois depuis le début de la série en 1997. En comparaison avec la crise financière de 2008, le PIB s'était contracté de 6,9% sur une période de treize mois entre février 2008 et mars 2009.



Cette baisse est tirée par le secteur des services (-6,2%), qui enregistre sa plus forte chute depuis le début de la série en janvier 1997. Pratiquement tous les sous-secteurs sont concernés : l'ONS note que treize secteurs sur quatorze enregistrent des baisses d'activité au mois de mars. Seule l'administration publique échappe à ce constat avec une hausse minime de 0,1% sur le mois. Sans surprise, parmi les plus fortes chutes d'activité figurent celles de la restauration et de l'hôtellerie (-31,1%), mais aussi l'éducation (-14,5%), le transport (-13,3%), les arts et les loisirs (-12,1%) et les services administratifs (-10,4%), incluant notamment les agences de tourisme (-50,1%), et autres services (-18,1%), tels que la culture (-18,5%) ou encore la production de films et télévision (-18,5%). Peu de secteurs tirent leur épingle du jeu : l'ONS cite l'informatique (+1,5%) et la recherche et le développement (+3,4%).

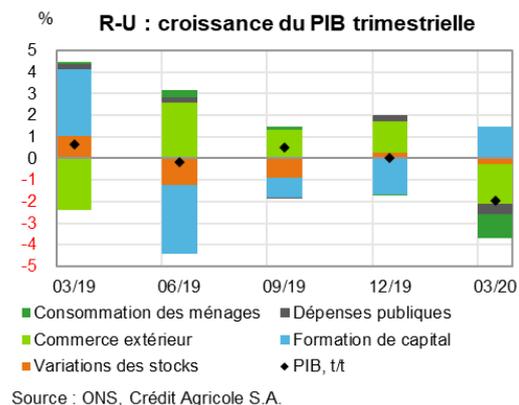
L'industrie se replie également très fortement, de 4,2% sur le mois de mars, soit sa plus forte chute depuis janvier 1979. Le secteur manufacturier qui représente les trois-quarts de la production, se replie de 4,6% avec des baisses enregistrées dans dix secteurs sur treize, selon l'ONS. Celles-ci atteignent des records dans la production d'équipement de transport (-20,5%) et de textile (-18,2%). A contrario, la chimie (+3,1%) et l'industrie pharmaceutique (10,9%) ont bénéficié d'une demande renforcée en raison de la pandémie.

Enfin, la construction se contracte de 5,9%, sa plus forte baisse depuis le début de la série en janvier 2010.

Toutes les composantes contribuent négativement à la croissance, sauf la formation de capital

L'analyse du PIB trimestriel en termes de dépenses montre une baisse de 1,7% de la consommation privée des ménages, soit son pire taux de croissance depuis le quatrième trimestre 2008, mais aussi une baisse de 2,6% de la consommation publique et un repli de 1% de la formation brute de capital fixe. Cette dernière s'explique par une forte contraction de l'investissement immobilier (-3%) et de l'investissement public (-1%), tandis que l'investissement des entreprises privées est stable sur le trimestre. Les variations de stocks soustraient 0,3 point de pourcentage. Les exportations nettes contribuent négativement à la croissance, pour -1,9 point de pourcentage, en raison d'un repli de

exportations (-10,8%) plus fort que celui des importations (-5,3%).



☑ Notre opinion – Des chiffres à prendre avec des pincettes

La croissance du PIB britannique au premier trimestre est nettement moins négative qu'en zone euro ou encore en France, où le PIB s'est replié de 3,8% et de 5,8% respectivement. Ceci pourrait s'expliquer, en partie, par la stratégie du gouvernement qui était plus laxiste qu'en France au cours des premières semaines de la pandémie et la mise en place plus tardive du confinement strict (une semaine plus tard que la France, même si les premières recommandations de distanciation sociale ont eu lieu au même moment, le 12 mars). Plus probable selon nous, ces chiffres ne reflètent sans doute pas toute la réalité, l'ONS notant des difficultés inhabituellement élevées à collecter les données et que seules 75% des entreprises industrielles et 50% des entreprises dans les services ont répondu à ses enquêtes. Des révisions significatives des chiffres pourraient donc avoir lieu dans les estimations futures.

Un plan de levée du confinement très lent

Le gouvernement a [annoncé](#) quelques très légers relâchements des règles de distanciation sociale à partir du 10 mai dernier. Le Premier ministre a ordonné le retour au travail pour ceux qui ne peuvent pas travailler de chez eux, notamment dans la construction ou la production manufacturière, ce qui suggère une reprise lente de l'activité dans ces secteurs dès ce mois-ci. Il est désormais autorisé de faire de l'exercice en plein air de manière illimitée dans les parcs à proximité du domicile, mais aussi dans des lieux loin du domicile, ce qui suppose une reprise des déplacements en voiture à des fins de loisirs. Toutefois, en raison de la plus lente décru de l'épidémie, les mesures du 23 mars dernier, notamment la fermeture des commerces non-essentiels, restent toujours en vigueur. Une réouverture très progressive des magasins n'est prévue qu'à partir du 1^{er} juin, ainsi que des écoles primaires. C'est seulement à partir du 1^{er} juillet qu'une réouverture de l'industrie hôtelière est envisagée et à condition que les chiffres de la crise sanitaire le permettent.

Un deuxième trimestre encore plus négatif

Le repli de 2% du PIB au premier trimestre (et de 5,8% sur le mois de mars) a eu lieu avec une seule semaine de confinement strict. Le mois d'avril, entièrement sous confinement, pourrait donc afficher une contraction d'au moins quatre fois celle de mars, soit d'environ 23%, ce qui donnerait un effet d'acquis de -26% pour le deuxième trimestre. Par ailleurs, le mois d'avril devrait marquer le creux de l'activité, comme le suggère le plan de levée du confinement du gouvernement. Celui-ci est globalement en ligne avec les hypothèses de notre scénario, où nous anticipons une reprise graduelle de l'activité en juin et une contraction du PIB de 23% sur l'ensemble du trimestre. En effet, nous avons estimé le choc sur l'activité provenant d'un mois de confinement strict (fermeture des commerces non-essentiels et des écoles comme annoncé le 23 mars) à 30% du PIB (2,5% sur l'année). En comparaison, la Banque centrale d'Angleterre anticipe une baisse du PIB de 25% au deuxième trimestre et l'OBR (Office for Budget Responsibility) de 35%.

La reprise sera extrêmement lente

Illustrant à quel point l'impact du choc est susceptible de durer, le gouvernement a [annoncé](#), le 12 mai dernier, qu'il prolongeait le plan de protection de l'emploi (Coronavirus Job Retention Scheme) jusqu'au mois d'octobre. Les employés mis en congé forcé (7,5 millions au 11 mai dernier, soit 22% de la population active) continueront de percevoir 80% de leur salaire à hauteur de 2 500 £. Ces personnes ne sont pas comptabilisées dans les chiffres de chômage officiels, ce qui permettra de limiter la hausse du taux de chômage au deuxième et troisième trimestres. En prolongeant le dispositif jusqu'au mois d'octobre, l'objectif est évidemment d'éviter une explosion du chômage tant que le confinement empêche les entreprises de reprendre leur activité. Toutefois, des modifications des conditions du dispositif vont être annoncées prochainement pour la période à partir du mois d'août, afin d'inciter les employés à retourner sur leur lieu de travail en temps partiel et permettre ainsi une accélération de la reprise.

Pays émergents

Moyen-Orient - Afrique du Nord : quels effets aura la crise sur les balances des paiements ?

Les pays du Moyen-Orient sont des économies ouvertes qui ont fortement besoin du commerce international pour leur développement et l'équilibre de leurs comptes externes et publics. C'est particulièrement vrai des pays dont les exportations sont mono-produit (pays producteurs d'hydrocarbures) ou dont les rentes sont peu diversifiées (Maroc, Égypte).

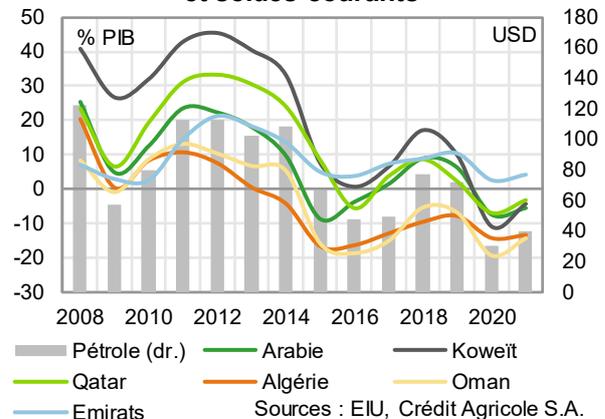
La plupart des analyses actuelles évaluant l'impact de la crise sont focalisées sur les comptes publics et les déficits budgétaires, ce qui semble a priori un bon angle d'étude tant les récessions à venir vont faire souffrir les finances des États. Mais les conséquences sur les balances des paiements ne doivent pas être laissées de côté : l'effet des soldes courants devrait aussi être majeur, notamment en raison de la chute de la demande mondiale et de la baisse du prix du pétrole et des matières premières.

Pour les pays producteurs de pétrole, cette crise est le troisième choc en une dizaine d'années après la crise financière de 2009 et la chute du prix du pétrole de 2015-2016. Alors que la plupart d'entre eux avaient retrouvé des excédents courants depuis 2017 et qu'ils commençaient également à retrouver l'équilibre budgétaire, la chute des prix et des volumes d'hydrocarbures va les entraîner de nouveau dans des déficits de la balance courante et, très probablement, supérieurs à ceux connus en 2016. Si les recettes d'exportation vont fortement chuter, les importations devaient également s'ajuster à la baisse, notamment grâce à la chute de la consommation des ménages et au décalage de certains investissements.

Les deux pays producteurs les plus affectés seront l'Algérie et Oman dont les déficits courants devraient être proches des 20% du PIB. Leurs économies sont profondément rentières et elles n'ont pas été ajustées ni diversifiées depuis 2014. Un déficit de cette ampleur va faire peser un poids élevé sur les réserves, qui devront compenser le déficit de liquidité en devises. Pour les autres pays pétroliers, les déficits seront moins élevés, mais pourraient atteindre les 5% du PIB pour certains. Ce devrait aussi être le cas de l'Irak et de l'Iran. Les Émirats pourraient échapper à un déficit courant, comme cela a été le cas depuis 2008, compte tenu de la diversification de leur économie. Mais tout dépendra du rebond attendu au deuxième semestre, et notamment sur le plan touristique, compte tenu du report à 2021 de l'exposition universelle de Dubaï.

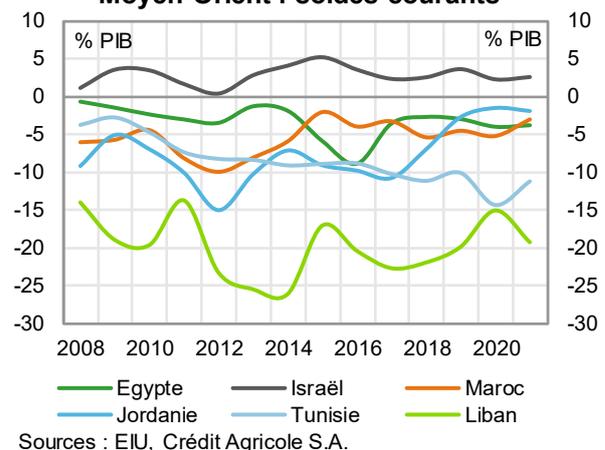
Une réduction progressive de ces déficits est attendue en 2021, mais cela dépendra en grande partie de la remontée des prix du pétrole et du rebond plus ou moins vigoureux de l'économie mondiale.

Pays pétroliers : pétrole et soldes courants



Pour les pays non producteurs d'hydrocarbures et notamment en Afrique du Nord, la situation est plus contrastée. Quatre pays connaissent des déficits courants réguliers, anciens et parfois assez profonds : Égypte, Tunisie, Jordanie et Maroc sont désormais tous sous plan de soutien du FMI depuis l'appel demandé par le Maroc le mois dernier. L'impact de la forte chute du tourisme va affecter plus profondément le Maroc et la Tunisie, dont les déficits pourraient atteindre respectivement 7% et 12% du PIB en 2020, pour se réduire progressivement l'année prochaine. Égypte et Jordanie devraient réussir à limiter leurs déficits à moins de 5% du PIB, si l'activité ne se contracte que modérément en 2020. Dans ces deux cas, le financement du déficit pourrait être assuré cette année par des aides du FMI.

Moyen-Orient : soldes courants

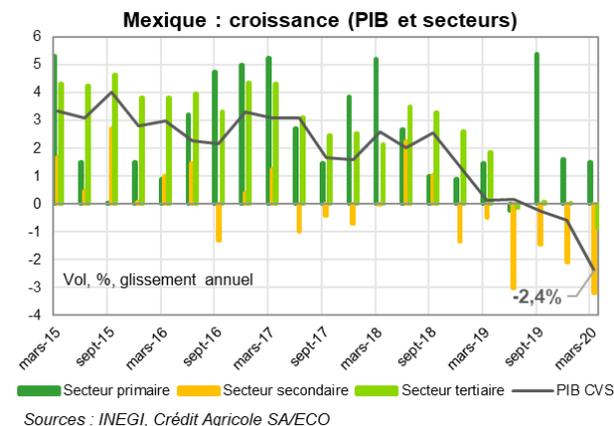


Dans ce panorama régional (qui exclut les pays en guerre civile : Syrie, Yémen et Libye), deux pays font exception : Israël qui ne devrait pas subir de déficit lors de cette crise, malgré une récession attendue en 2020, et le Liban en proie à une très profonde crise politique, sociale, économique et financière et qui va s'accroître dans les prochains trimestres.

Mexique : préserver les finances publiques à tout prix (à n'importe quel prix ?)

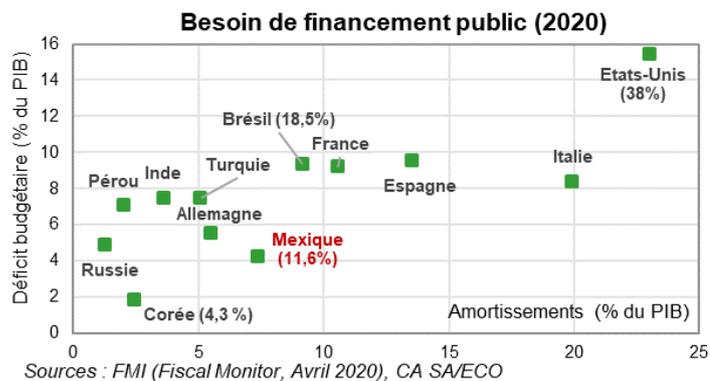
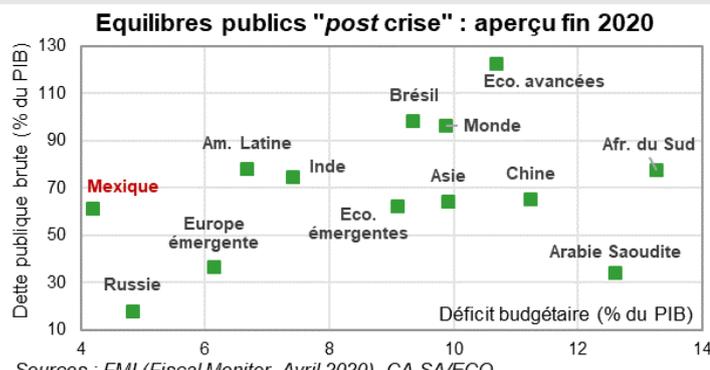
Le PIB s'est contracté de 2,4% au premier trimestre en glissement annuel. La croissance (médiocre et en repli) du secteur primaire n'a pas compensé les reculs violents enregistrés par l'industrie et les services. Par ailleurs, selon l'IMSS (Institut Mexicain de Sécurité Sociale), 555 250 emplois ont été détruits en avril 2020 dans le secteur formel (soit une perte d'emplois de 2,7% sur un an). Les destructions affectent les emplois temporaires (34%) mais aussi, et principalement, permanents (66%). La construction est le secteur économique le plus violemment touché (recul de 15%). Sur la période s'étalant de la « mise en sommeil » (distanciation sociale et suspension des activités non essentielles à compter du 24 mars) jusqu'à fin avril, 753 300 emplois formels ont été perdus. D'ici fin 2020, le nombre total de pertes d'emplois pourrait atteindre jusqu'à 1,2 million. Enfin, la Banque centrale (Banxico) a annoncé

la décision unanime du conseil de réduire le taux directeur de 50 points de base à 5,5%.



Notre opinion – Le nombre mensuel de destructions d'emplois est le plus élevé jamais enregistré. Il s'ajoute à une détérioration déjà bien avancée du marché du travail qu'illustre, non pas tant le redressement du taux de chômage (il reste « illusoirement » faible à 3,3%), mais celui du taux de sous-emploi (passé d'un creux à 6,7% en février 2019 à 9,3% en mars). Seul le secteur formel est ici couvert, alors que le secteur informel est un pourvoyeur d'emplois essentiel. Le taux d'emploi non salarié s'établit selon l'OCDE² à près de 32% ; compte tenu de l'effondrement de l'activité (notamment dans les services tels le commerce de détail ou le tourisme), l'emploi dans le secteur informel va souffrir (sans que l'ampleur des « dégâts » ne puisse, par définition, être évaluée). Des estimations des dommages sociaux sont néanmoins déjà réalisées. Ainsi, selon le CONEVAL (Conseil national pour l'évaluation de la politique de développement social), le nombre de travailleurs pauvres pourrait passer de 48,8% (fin 2018) à 56%. Quant à l'extrême pauvreté, son augmentation pourrait (au minimum) atteindre près de 5% et affecter environ 22% de la population en 2020 (16,8% en 2018).

Par ailleurs, la contraction enregistrée au cours du premier trimestre est déjà violente, alors même que la période considérée n'est encore que peu impactée par un confinement assez tardif. L'escalade de l'épidémie de Covid-19 en avril a incité le gouvernement à prolonger la période de « verrouillage » du 30 avril au 31 mai : le choc sera donc bien plus sévère au deuxième trimestre.



² **Taux d'emploi non salarié** (définition OCDE) : l'emploi non salarié recouvre les employés, les personnes établies à leur compte, les membres des coopératives de production et les travailleurs familiaux non rémunérés. Ces derniers sont non rémunérés au sens où ils n'ont pas de contrat formel leur garantissant le versement d'un revenu de montant fixe à intervalles réguliers, mais ils perçoivent une partie du revenu généré par l'entreprise. Les travailleurs familiaux non rémunérés sont particulièrement nombreux dans les secteurs de l'agriculture et du commerce de détail. À noter que toutes les personnes qui travaillent dans une entreprise constituée en société, y compris les dirigeants, sont considérées comme des salariés. L'emploi non salarié peut être perçu soit comme une stratégie de survie pour ceux qui ne peuvent pas trouver d'autres moyens de percevoir un revenu, soit comme le signe d'une volonté d'entreprendre et de travailler pour son propre compte. Cet indicateur est mesuré en pourcentage de la population d'actifs occupés considérée (totale, hommes ou femmes). Ce taux atteint près de 32% au Mexique ou au Brésil et jusqu'à 52% en Colombie.

Les prévisions de croissance sur l'année 2020 sont désormais revues à la baisse : la récession anticipée pourrait atteindre jusqu'à près de -10%. Un tel ordre de grandeur est d'autant plus plausible que le gouvernement n'entend pas opter pour une politique budgétaire plus audacieuse et limite son soutien au strict minimum.

Les estimations fournies par le FMI³ renseignent sur les efforts déployés pour faire face à la crise. Compte tenu de l'obsolescence accélérée des prévisions dans le contexte d'une crise aussi inédite que violente, les chiffres peuvent déjà paraître (pour certains pays dont la « décroissance » risque d'être encore plus profonde) sous-estimés. Ils fournissent néanmoins une vision comparée des marges de manœuvre et des actions budgétaires entreprises en réponse au Covid-19. Pour les pays du G20, celles-ci approcheraient 6% de leur PIB, contre 1,1% au Mexique (effort le plus faible après celui de l'Afrique du Sud ; à rapprocher de 2,2% en Argentine ou de 7,1% au Brésil). En 2020, le déficit public des pays du G20 devrait ainsi se creuser de 8 points de pourcentage (pp) du PIB pour atteindre 11,5% du PIB : le creusement atteindrait 4,3 pp pour les pays émergents et 2 pp pour le Mexique (à, respectivement, 9% et 4,2% de leurs PIB respectifs).

La dette brute des pays du G20 se situerait fin 2020 à 132% du PIB (+18,4 pp), contre 62% pour les pays émergents (+8,8 pp) et 61,4% pour le Mexique (+8 pp) : une dérive importante, certes, mais gérable. Les réponses sont évidemment calibrées en fonction des contraintes budgétaires et celles du Mexique ne peuvent être sous-estimées. Néanmoins, compte tenu d'un déficit prévu à 4,2% du PIB par le FMI (i.e. proche de celui estimé dans la nouvelle version du budget mexicain⁴) et de remboursements en principal de 7,4% du PIB, le besoin de financement total représenterait 11,6% du PIB : un chiffre certainement sous-estimé, mais qui suggère que des actions plus audacieuses pouvaient être entreprises sans mettre irrémédiablement en péril les finances publiques et en recourant partiellement à des financements hors marchés (comme des transferts à partir du FEIP).

Faute de réponse budgétaire, c'est donc à la politique monétaire (qui n'est un outil ni suffisant ni parfaitement adapté à la gestion d'une telle crise) qu'incombe l'essentiel du « pilotage ». Mais, si les risques sur la croissance sont évidemment baissiers, les perspectives sur l'inflation sont jugées incertaines. En dépit de son repli récent (pourtant sensible : de 3,25% en mars à 2,15% en avril), aux facteurs jugés baissiers par Banxico (output gap négatif plus important et baisse des prix de l'énergie) s'opposent les facteurs haussiers (dépréciation du peso mexicain et perturbation possible des chaînes d'approvisionnement). Banxico risque donc d'être contraint de mettre un terme prématuré à son action accommodante, sans qu'aucune impulsion budgétaire ne soit prévue.

Slovaquie : la fragilité d'une économie ouverte

Cette année, la Slovaquie devrait connaître une contraction du PIB supérieure à celle de la crise financière de 2009. Le FMI anticipe une récession de plus de 6%, soit quasi un point de plus qu'en 2009 et l'agence de notation Fitch s'attend à un recul du PIB de 7,7%.

Ce petit pays de cinq millions d'habitants a très rapidement déployé des mesures très restrictives de confinement de sa population et de fermetures de ses frontières, afin de mieux protéger les capacités hospitalières. Dès le 13 mars, l'activité économique a été très fortement ralentie, notamment avec l'arrêt des usines automobiles. Ce secteur représente une question centrale pour cette économie, et il ne s'agit pas uniquement des effets de l'arrêt temporaire de la production mais plus globalement de l'avenir à court, moyen et long termes de ce secteur en Europe.

En Slovaquie, le secteur automobile représente 13% du PIB et 25% des exportations. Bien que l'activité

de production ait repris, elle ne reste que partielle en raison des mesures sanitaires et de la baisse de la demande européenne, surtout allemande, principal destinataire des exportations. Par ailleurs, la forte intégration de la Slovaquie dans les chaînes de production mondiales l'expose également aux problématiques de livraison de pièces détachées, dans un contexte de confinement quasi mondial. Enfin, de façon plus durable et à plus long terme, le secteur automobile slovaque plutôt orienté dans la production de voitures traditionnelles risque de souffrir du ralentissement des investissements *post*-crise, en affaiblissant les capacités d'innovation face à la forte concurrence des voitures électriques ou hybrides. Toutefois, si les entreprises automobiles mondiales et européennes changeaient de stratégies d'investissement après le *Brexit*, certains flux d'investissement pourraient être réorientés vers l'Europe centrale et, dans ce cas, la Slovaquie pourrait en bénéficier.

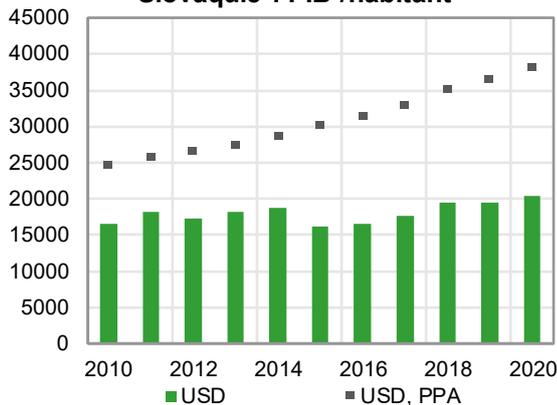
³ FMI, *Fiscal Monitor* ("[Policies to Support People During the COVID-19 Pandemic](#)"), Avril 2020.

⁴ Cf. hebdomadaire du [10 avril 2020](#).

Une situation similaire se présente également pour le secteur électronique, qui jusque-là a beaucoup

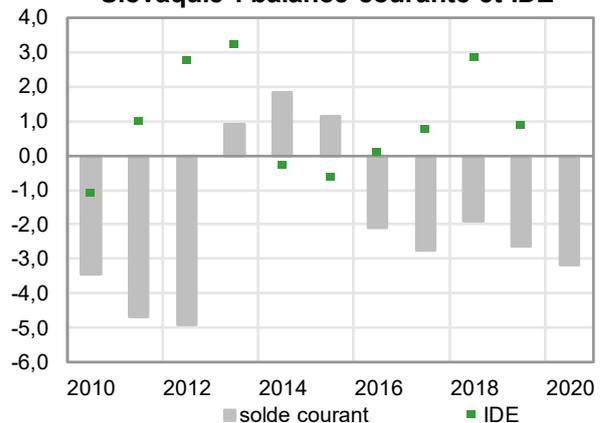
bénéficié des investissements directs étrangers et des débouchés du marché européen.

Slovaquie : PIB /habitant



Source : FMI

Slovaquie : balance courante et IDE



Sources : FMI, BM

☑ Notre opinion – Du point de vue macro-économique, une détérioration des indicateurs des finances publiques et des comptes extérieurs est presque inévitable. La dette publique pourrait croître de plus de 10 points pour atteindre 60% du PIB. Le compte courant devrait se creuser autour de 4% du PIB, suite à la récession globale de l'UE (85% des exportations globales de la Slovaquie).

Il est vrai que cette crise arrive à un moment où le pays a fait de très importants progrès en termes de développement d'infrastructures et de hausse des revenus par habitant (81% de la moyenne européenne). Néanmoins, les disparités régionales y sont très fortes et risquent de s'aggraver encore plus avec cette crise sanitaire et ceci à tout point de vue : revenus, précarité des emplois, accès aux services de santé et aux infrastructures de protection etc. Le risque politique pourrait donc croître davantage si la reprise est longue et si les mesures de soutien atteignent peu les zones les plus touchées économiquement et socialement. À cela s'ajoutent la fragilité des institutions et les nombreux scandales politiques des dernières années, créant ainsi une certaine fatigue et une méfiance de la population envers la classe politique.

👉 Chine : comment réconcilier offre et demande ou le dialogue impossible de Keynes et Say

Le compte à rebours avant le 22 mai, la date choisie pour reporter la session annuelle du Parlement chinois a commencé. Dans le contexte actuel et encore plus que d'habitude, cette grande messe devrait prendre des airs de vaste opération de communication pour le régime. L'idéal serait bien sûr d'y annoncer la victoire de la Chine sur l'épidémie, ainsi que les perspectives (positives !) de croissance pour 2020.

En coulisses cependant, l'inquiétude monte et cela a un impact non négligeable sur le moral des agents, donc leurs comportements de consommation : quelques nouveaux cas ont ainsi été signalés à Wuhan et Shulan cette semaine, et la ville de Jilin a réinstauré un confinement.

On est loin bien sûr des milliers de contaminations enregistrées chaque jour en Russie ou aux États-Unis, mais chaque cas rappelle que le risque d'un retour de l'épidémie n'est jamais loin. La deuxième inquiétude porte sur la vigueur et la nature de la reprise, et le scénario économique qu'elle dessine. À tel point qu'il se murmure que, pour la première fois, Pékin pourrait abandonner sa cible de croissance pour 2020. La décision serait d'autant plus

inédite que cette année devait marquer l'accomplissement d'un objectif de long terme pour la Chine : le doublement du PIB entre 2010 et 2020. Un tel abandon ne serait pas sans importance, car cela risque de « désancrer » certaines anticipations, surtout pour les marchés. Mais le contexte global d'incertitude mondial réduit aussi le coût politique d'une telle décision.

Le déséquilibre offre/demande s'accroît

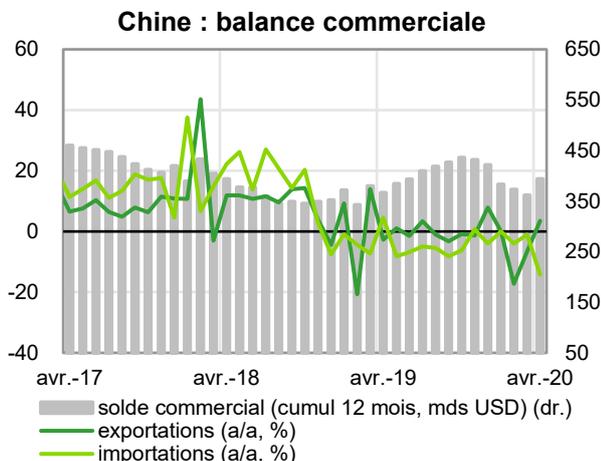
Les mois se suivent et commencent à se ressembler en Chine. Semaine après semaine, et à mesure que le spectre de la crise sanitaire s'éloigne, l'économie révèle ses déséquilibres structurels.

D'un côté, le rétablissement de l'offre se confirme : en avril, la production industrielle a rebondi (+3,9% en glissement annuel), et la Chine s'est même offert le luxe de voir ses exportations croître (+3,5% en glissement annuel), notamment grâce aux équipements électroniques. Force est donc de constater que, sur ce terrain en tous cas, le pays fait pour l'instant mentir les conjoncturistes qui anticipaient une contraction des exportations en avril. **Pour l'offre donc, le pari est réussi : après deux mois**

de baisses historiques, la machine a été relancée grâce aux mesures de soutien traditionnelles.

Du côté de la demande, on pourrait penser que le stimulus est également là. Ainsi, en avril, le financement de l'économie privée (que l'on nomme en Chine « *total social financing* ») a encore légèrement progressé (+12%, contre +11,5% en mars en glissement annuel), porté par les prêts à long terme aux ménages et aux entreprises et par les émissions obligataires du secteur privé. Il atteint son plus haut niveau depuis deux ans.

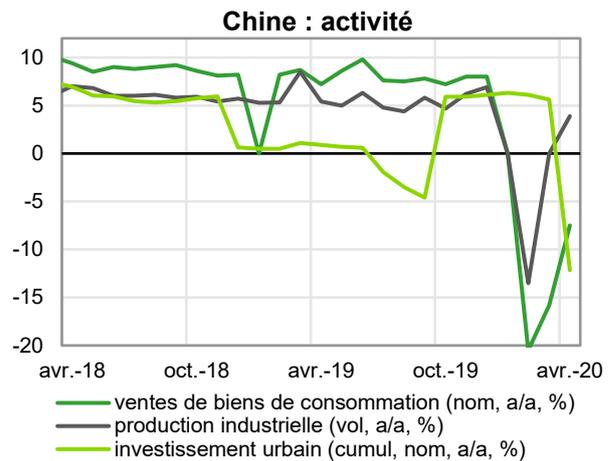
Dans son dernier communiqué, la Banque centrale chinoise (PBoC) a également laissé entendre qu'un nouvel assouplissement monétaire se préparait, et que ce dernier pourrait consister non seulement en une nouvelle baisse des différents taux (directeurs et de réserves obligatoires) mais aussi en un programme inédit d'achats de titres, ce que la PBoC se refusait jusque-là à faire.



Source : Administration générale des douanes

Et pourtant, la demande ne suit pas et cela se lit dans les indicateurs de prix et d'activité. En avril, les ventes au détail sont restées en territoire très négatif (-7,5% en glissement annuel). Les achats de biens d'équipement et de voitures progressent légèrement, dopés par des politiques publiques mises en place par les provinces (primes et bons de consommation), mais le secteur des services (transports, restauration, tourisme) demeure très loin de son niveau habituel.

Idem pour l'investissement dans le secteur privé, qui ne parvient toujours pas à se redresser. Comme si cette crise faisait ressortir le dualisme de l'économie chinoise : planifiée du côté de l'offre, que l'on fait repartir à marche forcée si nécessaire, avec la certitude que la loi de Say, selon laquelle l'offre crée sa propre demande, fonctionnera une fois encore. Mais en face, côté économie de marché, incarnée par le secteur des services des agglomérations urbaines, c'est la vision keynésienne qui prime et affirme que l'économie ne pourra repartir sans demande.



Source : NBS

Entre ces deux théories un peu datées, mais qui trouvent une nouvelle résonance, le problème de la confiance. Celle que les agents placent dans leur système économique, qui détermine leurs anticipations, mais aussi leurs comportements d'arbitrage entre consommation et épargne. On est là au cœur du paradoxe et du problème chinois.

Éviter à tout prix le piège de la déflation

Une production industrielle qui repart, mais des prix à la production qui reculent. Des exportations qui redémarrent, mais des importations qui plongent. Des ventes au détail qui continuent de se contracter et une inflation qui reste positive uniquement grâce aux prix alimentaires, très volatiles...

Et derrière ces grands agrégats, une situation qui risque de se tendre sur le marché de l'emploi, déjà déserté par une partie des travailleurs migrants dont les emplois précaires dans le secteur tertiaire ont été détruits. Un tiers d'entre eux n'ont toujours pas rejoint leur ancien lieu de travail.

Comme si, cette fois-ci, la puissance du régime n'était pas suffisante pour contraindre les choix des agents et leur insuffler la confiance nécessaire pour qu'ils fassent le choix de la consommation. Bien sûr, la Chine donne le change. Après tout, ce fort recul des importations permet de renforcer un peu plus les excédents et donc les réserves chinoises. C'est un atout économique considérable dans une période où la liquidité se paie de plus en plus cher. Et c'est aussi un facteur de puissance géopolitique, car ces excédents financent en partie les déficits américains.

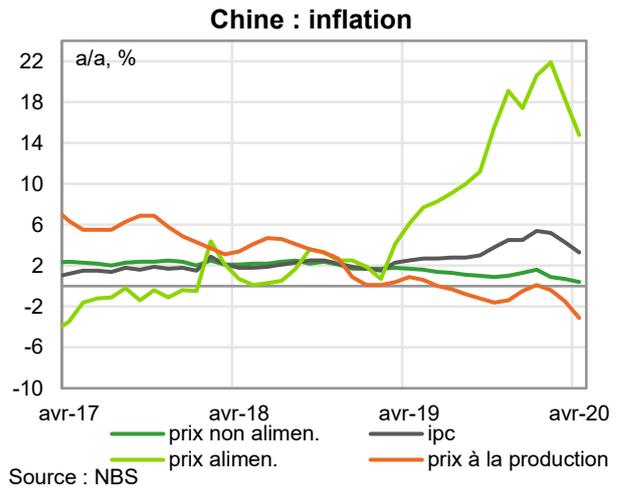
Mais derrière ce déséquilibre offre/demande se cache en réalité un danger pour cette économie : celui de la déflation.

Elle est dangereuse, car synonyme de destruction de capital, dans un pays où l'investissement occupe toujours une place prépondérante (plus de 40% du PIB). La déflation se traduit immédiatement par une hausse des taux d'intérêt réels et bloque l'investissement, ce qui serait très compliqué pour l'économie chinoise. Elle est dangereuse, car

l'exemple japonais prouve qu'il est difficile de sortir de ces situations de trappe à liquidités.

Pour éviter ce piège, la Chine devra peut-être abandonner quelques réflexes d'économie administrée et cibler des catégories d'acteurs qu'elle n'a pas l'habitude d'aider, en particulier tout ce secteur des services qui s'est développé en dehors des modèles de planification.

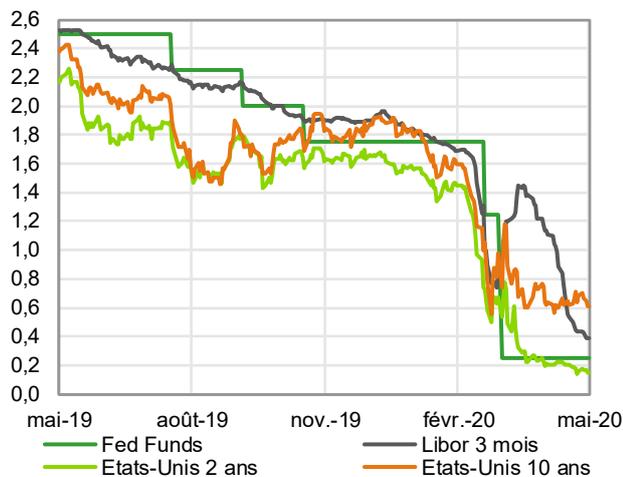
De nouvelles mesures budgétaires devraient être annoncées le 22 mai. C'est d'elles que dépendront la trajectoire à moyen terme, elles qui détermineront si ces quatre derniers mois ne seront que des valeurs aberrantes sur nos courbes statistiques, ou s'ils dessinent les fondations d'un nouvel équilibre.



Tendances à suivre

Taux d'intérêt en dollar américain

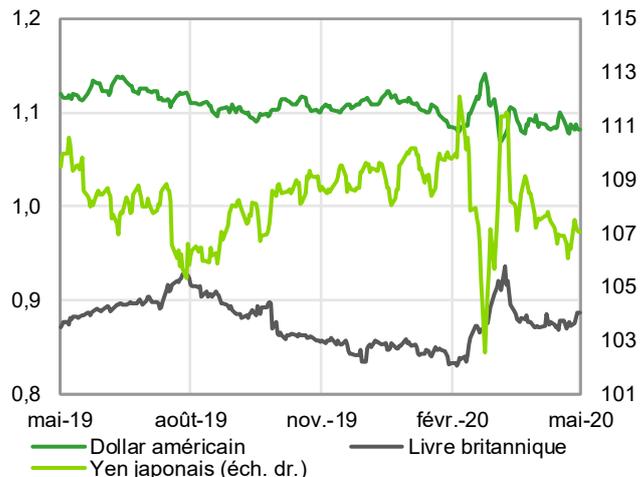
%, interbancaire (Londres) et souverains (Etats-Unis)



Source : Thomson Reuters

Taux de change des principales devises

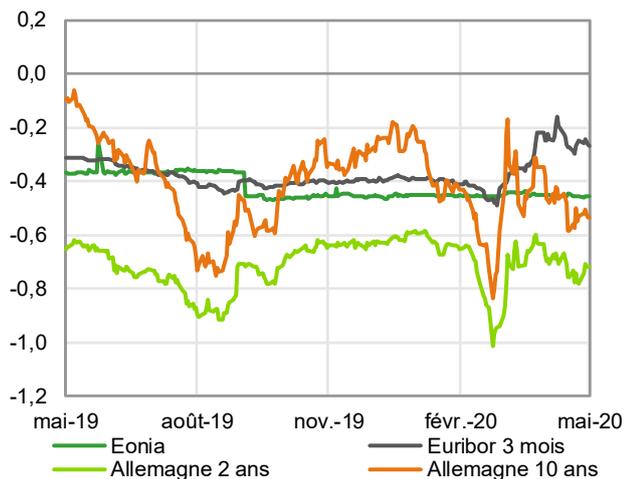
EUR/USD, EUR/GBP et USD/JPY



Source : Thomson Reuters

Taux d'intérêt en euro

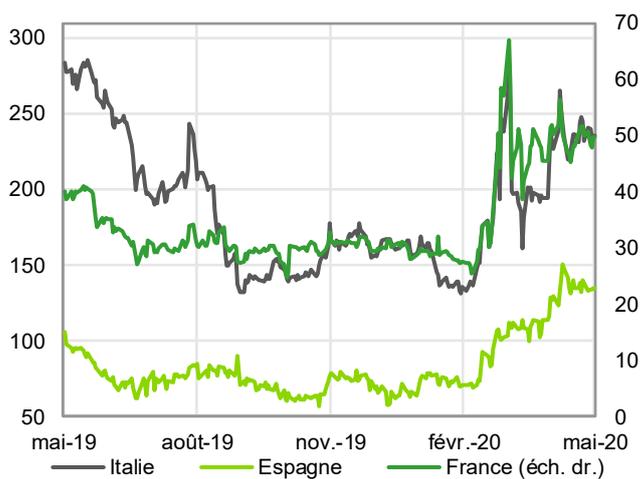
%, interbancaires (Londres) et souverains (Allemagne)



Source : Thomson Reuters

Spreads souverains européens avec le Bund

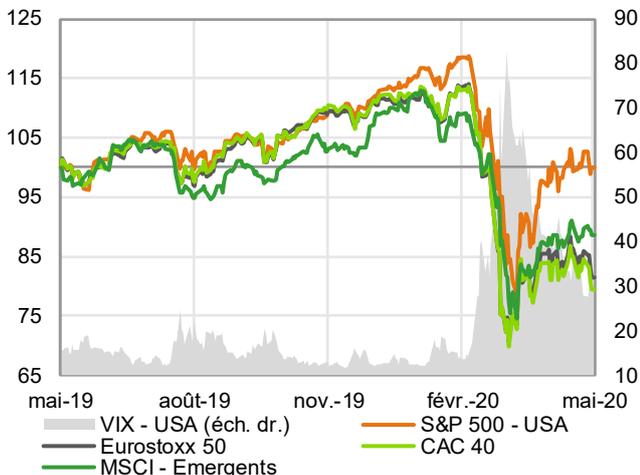
Pdb, dette en EUR à dix ans



Source : Thomson Reuters

Marché actions

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



Source : Thomson Reuters

Cours de l'once d'or

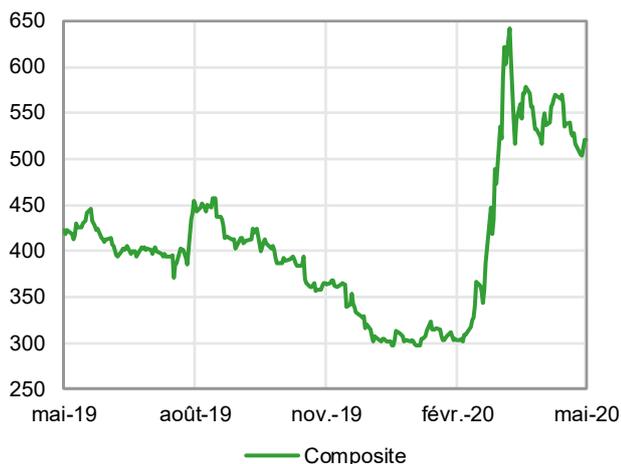
USD/Once troy (Londres)



Source : Thomson Reuters

Spreads souverains émergents avec le T-Bond

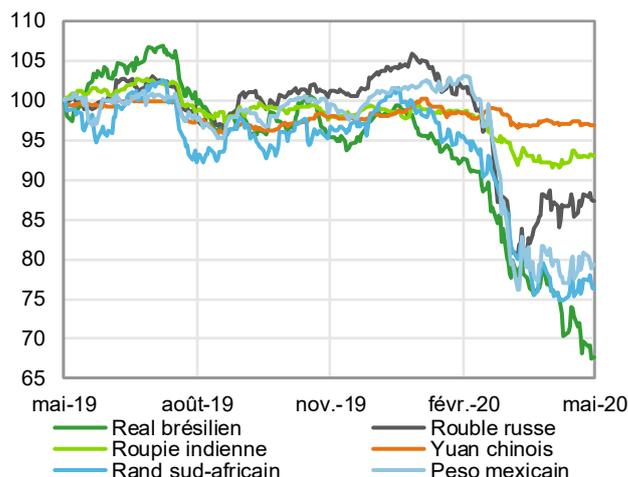
Indices EMBI+ (pdb, dette en USD de plus d'un an)



Source : JP Morgan

Devises émergentes

/USD (indice 100 = début de période)



Source : Thomson Reuters

Coût du transport maritime de vrac sec

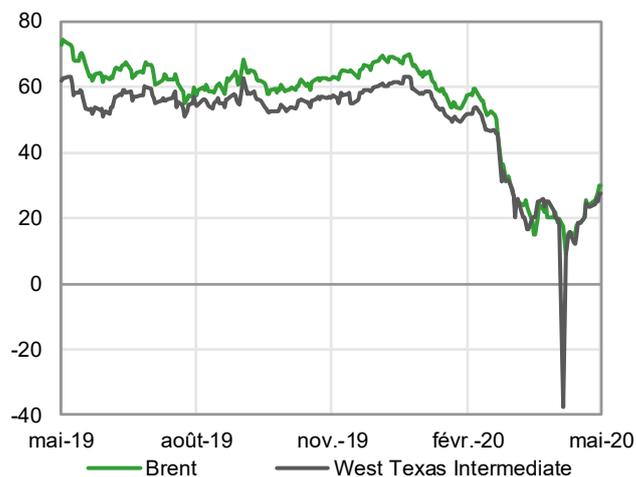
Baltic Dry Index (USD/point)



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

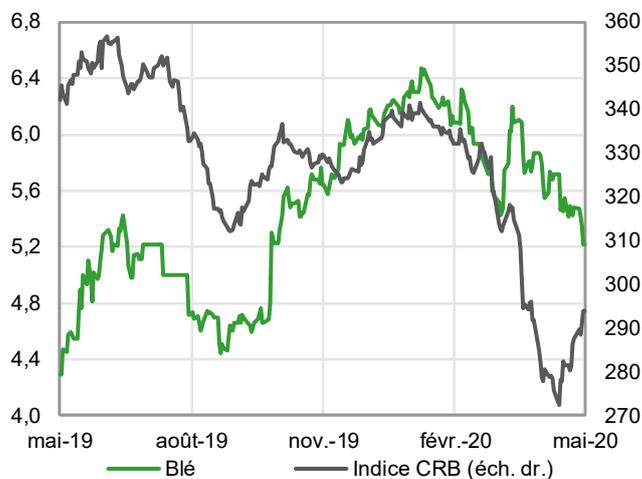
USD/tonne métrique



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
15/05/2020	<u>Espagne – Une baisse historique du PIB</u>	Espagne
13/05/2020	<u>L'exception suédoise sera-t-elle payante ?</u>	Suède
12/05/2020	<u>Pays émergents – En mai, on déconfiner ?</u>	Pays émergents
11/05/2020	<u>UE – Bras de fer entre Karlsruhe et Luxembourg : tous perdants</u>	Europe
07/05/2020	<u>Monde – L'actualité de la semaine</u>	Monde
07/05/2020	<u>Italie – Conjoncture : flash - PIB au T1 2020</u>	Italie
06/05/2020	<u>La nouvelle vague sera politique</u>	Géopolitique
06/05/2020	<u>PRISME – L'analyse de la conjoncture et de l'actualité agricole et agroalimentaire du Crédit Agricole - Spécial Covid-19 n°6</u>	Agri-agro
05/05/2020	<u>France – Covid-19 : tendances semaine du 27 avril au 3 mai 2020</u>	France, sectoriel
05/05/2020	<u>Europe du Sud – À l'heure du déconfinement</u>	Union européenne
04/05/2020	<u>Inde – Dure sera la chute</u>	Asie

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 BENADJAOU, Ticiano BRUNELLO, Olivier ELUERE, Farouz LEMOSLE
 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 : Sophie WIEVIORKA

Amérique latine : Catherine LÉBOUGRE

Afrique du Nord, Moyen-Orient : Olivier LE CABELLEC

Afrique sub-saharienne : Olivier LE CABELLEC

Documentation : Dominique PETIT, Elisabeth SERREAU

Statistiques : Robin MOURIER

Réalisation et Secrétariat de rédaction : Véronique CHAMPION – Fabienne PESTY

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

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

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

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

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