

Perspectives

Hebdomadaire – N°20/183 – 17 juillet 2020

MONDE – L'actualité de la semaine

Nous vous souhaitons de bonnes vacances
et vous donnons rendez-vous le 4 septembre 2020.

| | |
|---|----|
| ☞ <i>Encore une semaine de rally sur les bourses</i> | 1 |
| ☞ <i>France : les contours d'une relance massive se dessinent</i> | 3 |
| ☞ <i>Italie : rebond des exportations en mai</i> | 4 |
| ☞ <i>Espagne : facturation des entreprises, net recul en avril</i> | 5 |
| ☞ <i>Royaume-Uni : modeste rebond du PIB au mois de mai</i> | 6 |
| ☞ <i>Royaume-Uni : sur le marché du travail, l'inactivité augmente et la rémunération baisse</i> | 6 |
| ☞ <i>Royaume-Uni : hausse surprise de l'inflation en juin due à des mouvements erratiques, la baisse imminente de la TVA devrait pousser temporairement l'inflation en territoire négatif</i> | 7 |
| ☞ <i>Chili : dérogation « exceptionnelle » ou prémices de bouleversement du « modèle chilien » ?</i> | 8 |
| ☞ <i>Europe de l'Est : quelques indices politiques sur le monde post-Covid</i> | 9 |
| ☞ <i>Chine : croissance positive au T2, mais toujours sans demande privée</i> | 11 |
| ☞ <i>Égypte : la crise sanitaire a des conséquences économiques négatives assez lourdes</i> | 12 |
| ☞ <i>Tunisie : démission du Premier ministre sur fond d'instabilité politique</i> | 13 |
| ☞ <i>Côte d'Ivoire : décès du candidat du parti au pouvoir à la présidentielle d'octobre</i> | 13 |

☞ Encore une semaine de rally sur les bourses

Les marchés continuent de voir le verre à moitié plein, à en juger par le rebond net des actifs risqués cette semaine (+2,1% pour l'Eurostoxx 50, +1% pour le S&P 500). Pourtant, l'évolution de la pandémie invite à la prudence (le nombre de nouveaux cas de Covid-19 a atteint un nouveau record à 250 000 dans le monde et les victimes du virus augmentent dans les États américains du sud du pays). Les données économiques livrent, en outre, une image contrastée des économies et des secteurs. Mais, la réunion du *Board* de la BCE cette semaine a réussi à rassurer les marchés. En ligne avec les anticipations, la BCE a laissé inchangés ses instruments de politique monétaire – taux directeurs, programmes de *quantitative easing* et TLTRO – mais a réitéré le message selon lequel la politique monétaire resterait ultra-accommodante, même si le rebond conjoncturel en zone euro était légèrement plus fort qu'anticipé et que le risque de fragmentation avait été significativement réduit. Le

maintien d'une politique monétaire ultra-accommodante devrait être durable, la BCE passant d'un mode de gestion d'urgence de la crise à un mode de soutien à la croissance dans la durée (les projections de l'inflation sous-jacente du *staff* de la BCE se situent à 0,9% à horizon de deux ans). La présidente Christine Lagarde a, en outre, démenti les rumeurs selon lesquelles la BCE envisagerait un ralentissement de ses achats de titres et pourrait ne pas utiliser son enveloppe complète de 1 350 milliards d'euros.

L'attention se tourne à présent sur le sommet extraordinaire de l'UE aujourd'hui et demain, qui est dédié aux négociations sur le fonds de relance. Le résultat est susceptible d'avoir un impact durable sur les marchés, en particulier celui des devises. La récente appréciation de l'euro (dont +1% vis-à-vis du dollar américain sur la semaine écoulée) suggère que les anticipations d'un résultat favorable

sont déjà dans les prix et que seule la conclusion d'un accord devrait être capable de pousser significativement l'euro vers le haut. *A contrario*, l'absence d'accord devrait peser sur l'euro, ainsi que sur l'appétit pour le risque. La possibilité d'un accord à une date ultérieure suggère que la monnaie unique devrait garder son potentiel de hausse.

Aux États-Unis, les données publiées cette semaine indiquent que le rebond conjoncturel est bien là (hausse des ventes au détail, de la production industrielle, des enquêtes régionales), mais le marché du travail inquiète toujours (les demandes hebdomadaires d'allocations chômage continuent de baisser à un rythme très lent). L'emploi (-14,7 millions en juin par rapport à février) mettra

du temps à retrouver son niveau d'avant-crise. Les ventes au détail ont crû de 7,5% au mois de juin, après un rebond exceptionnel au mois de mai (+18,2%, chiffre révisé à la hausse). Hors composantes volatiles, les ventes au détail dites sous-jacentes ont en réalité atteint leur plus haut historique, au-dessus du record enregistré au mois de mars, lorsque les consommateurs s'étaient rués vers les magasins pour constituer des stocks. La réouverture de l'économie et la préservation de la santé financière des ménages grâce aux aides de l'État suggèrent que le rebond de la consommation privée au troisième trimestre devrait être soutenu. Toutefois, des incertitudes persistent notamment sur les perspectives à moyen terme de la consommation de biens après le rebond mécanique *post*-confinement et sur la consommation de services (70% de la consommation totale).

Zone euro

France : les contours d'une relance massive se dessinent

Alors que les mesures de soutien à l'économie ont été prolongées et ciblées en faveur des secteurs les plus durement touchés par la crise actuelle, les contours d'un plan de relance national commencent à se dessiner.

Au niveau sectoriel, ce sont déjà 43,5 Milliards d'euros qui ont été annoncés et devraient accompagner la sortie de crise et le début d'un redémarrage de l'activité. Les 43,5 Milliards d'euros des plans de soutien sectoriels se répartiraient de la façon suivante : 18 Mds € pour l'hôtellerie, restauration et tourisme ; 15 Mds € pour l'aéronautique (dont 7 Mds € de prise de participation dans Airbus) ; 8 Mds € pour l'automobile ; 1,3 Md € pour la culture et notamment le secteur du livre et 1,2 Md € pour les entreprises du numérique. Le plan de soutien pour le secteur de la construction devrait être annoncé à la rentrée. Si les mesures sont légèrement différentes d'un secteur à un autre, certaines se rejoignent. Les PME de ces secteurs pourront ainsi bénéficier d'exonération de cotisations sociales, et le fond de solidarité pour les TPE et indépendants sera prolongé. Le recours au chômage partiel est également prolongé dans le secteur du tourisme par exemple à des conditions plus favorables (prises en charge toujours à 100%

par l'État jusqu'en septembre). Ces dispositifs comprennent aussi des plans de soutien/relance par l'investissement à moyen terme avec des prêts garantis par l'État à des conditions plus avantageuses que les PGE déjà annoncés (octroi de PGE supérieurs à 25% du chiffre d'affaire par exemple dans le secteur du tourisme ; plan d'investissement pour la compétitivité des PME et ETI du secteur aéronautique).

L'ampleur totale du dispositif de relance devrait cependant être bien plus importante. Dans une interview donnée à l'occasion de la fête nationale, le président de la République a annoncé la mise en place d'un plan de relance d'au moins 100 Mds € dont les contours ont été en partie précisés par le nouveau Premier ministre, Jean Castex, dans son discours de politique générale. Parmi les mesures annoncées, figurent notamment 20 Mds € de baisse sur deux ans des impôts de production versés par les entreprises. 20 milliards d'euros devraient également être consacrés à l'écologie et notamment à l'isolation thermique des bâtiments. Une aide en faveur de l'emploi des jeunes de moins de vingt-cinq ans (via des baisses ou annulations de contributions sociales) sera également mise en place.

☑ Notre opinion – *Le plan de relance ne devrait être précisé qu'à la rentrée, mais certains aspects se dessinent déjà. Tout d'abord, la mesure la plus commentée sur la baisse des impôts de production est une mesure de soutien à l'offre. Le gouvernement cherche ainsi à stimuler une relance par l'emploi (notamment l'embauche des jeunes) et l'investissement. Dans le domaine de la construction, les mesures en faveur de la rénovation thermique des bâtiments devraient, quant à elles, soutenir la demande en subventionnant les travaux.*

Beaucoup d'interrogations subsistent néanmoins autour de ce plan de relance. En premier lieu, comment sera-t-il financé ? Des efforts pourraient être demandés à certaines catégories de la population avec notamment le report dans le temps de la dernière phase d'annulation de la taxe d'habitation. Malgré l'éventuel risque pour les finances publiques, une relance massive de l'économie paraît nécessaire même financée par un recours massif à l'endettement. Les politiques de rigueur budgétaire mises en place suite aux précédentes crises ont freiné le redémarrage de l'activité. La France bénéficiera du plan de relance européen. Enfin, la France reste une signature solide sur les marchés obligataires et les conditions financières actuelles lui permettent de se financer à moindre coût, tout en continuant à maîtriser la charge de la dette.

 **Italie : rebond des exportations en mai**

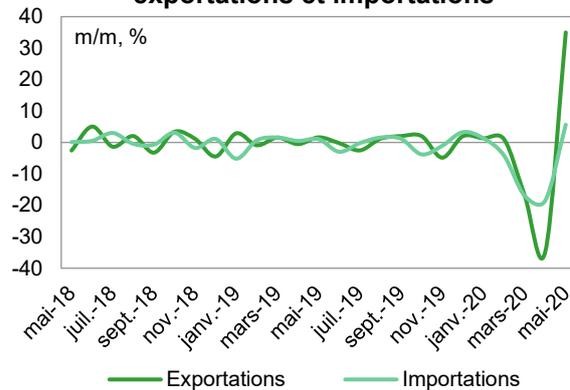
Faisant suite à la levée du confinement, les échanges extérieurs italiens se sont redressés en mai, après deux mois consécutifs de forte contraction. Selon Istat, les exportations ont augmenté de 35,0% d'un mois sur l'autre, tandis que la hausse des importations (+5,6%) est restée plus contenue. En glissement annuel, les flux commerciaux ont diminué de 30,4% en mai, soit une amélioration par rapport à avril (-41,5%). Les prix à l'importation ont quant à eux baissé de 0,8% et de 1% pour la zone UE.

Du côté des exportations, la hausse a été tirée aussi bien par la reprise des marchés de l'UE (+36,5%) que des marchés hors UE (+33,7%). Malgré leur forte augmentation en mai, les exportations ont diminué de 29,0% entre mars et mai. L'arrêt de la production (et, par conséquent, des ventes) dans les principaux secteurs d'exportation a fortement contribué à la chute des exportations. Ces dernières ont diminué de 29,9% pour les machines et équipements, de 24,4%, pour les métaux et produits métalliques, de 57,8% pour les articles de loisirs, tels que les équipements sportifs, de 38,9%, pour les moyens de transport et de près de 50% pour les articles en cuir et les articles d'habillement. Entre temps, l'énorme diminution des achats des principaux partenaires de l'Italie, également peu touchés par la pandémie, a amplifié l'ampleur de l'impact négatif ; parmi ceux-ci, la France (-33,8%), l'Allemagne (-23,0%), les États-Unis (-26,8%),

l'Espagne (-39,6%) et le Royaume-Uni (-35,5%). En revanche, certaines exportations spécifiques ont augmenté, tel que les produits métalliques vers la Suisse et les pays de l'OPEP, ainsi que les articles pharmaceutiques, chimiques-médicaux et botaniques vers les États-Unis.

Pour ce qui est des importations, la lente reprise de la demande et de la mobilité après la fin du confinement explique la faible augmentation des importations en mai, toujours pénalisées par la baisse de 5,5% des achats de pétrole aux pays de l'OPEP et de voitures en Allemagne et en France.

Italie : croissance mensuelle des exportations et importations



Sources : Istat, Crédit Agricole S.A.

Notre opinion – Les données du mois de mai sont encourageantes et marquent la reprise des flux commerciaux italiens après deux mois de confinement. Outre l'augmentation des exportations, les commandes en provenance des marchés étrangers ont augmenté de 26,2% par rapport au mois d'avril. Cette hausse est cependant à relativiser. Elle résulte principalement d'un effet technique dû à la réouverture de l'économie italienne et ne conditionne pas la dynamique future des exportations. D'autant que ces dernières restent plus diversifiées et dépendent fortement des exportations vers les marchés extra-communautaires (49,3% des flux commerciaux en mai). Avec l'aggravation de la pandémie dans certaines régions du monde, la normalisation des exportations italiennes pourrait tarder à se matérialiser.

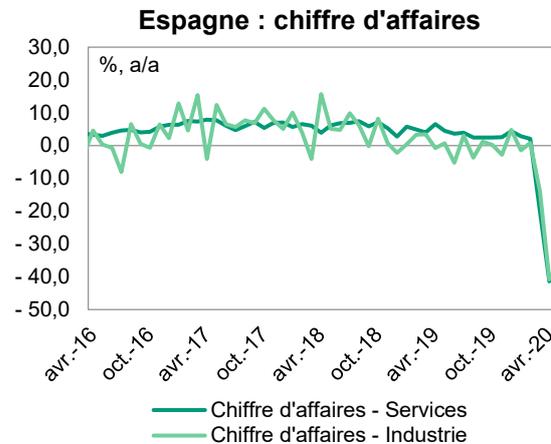
Dans ce contexte, les mesures actuelles de promotion des exportations italiennes pourraient s'avérer insuffisantes. En effet, outre les dispositifs dédiés aux entreprises, la seule mesure notable annoncée pour soutenir le secteur extérieur consiste en deux amendements récemment approuvés et soutenu par la majorité et l'opposition. Ils permettront au gouvernement d'allouer 5 millions d'euros supplémentaires en 2020 pour le réseau des chambres de commerce italiennes dans le monde, afin de promouvoir l'internationalisation et la promotion du « made in Italy ».

 **Espagne : facturation des entreprises, net recul en avril**

L'indice général du chiffre d'affaires industriel espagnol a reculé de -40,8% en avril par rapport au même mois de l'année précédente. Tous les compartiments enregistrent des baisses importantes en glissement annuel : les biens de consommation durables (-67,5%) et non-durables (-16,8%), les biens d'équipement (-63,1%) et les biens intermédiaires (-35,7%). Par destination, tous les marchés présentent des réductions significatives, notamment les ventes destinées à la zone euro, qui ont reculé de 47% sur un an.

En ce qui concerne les services, l'indice connaît une variation de -41,4% sur un an (-20% en mars). Par secteur, les communications (-16,6%), les activités professionnelles, scientifiques et techniques (-29,9%) et le commerce de détail (-33,3%) ont présenté les plus faibles baisses, tandis que l'hébergement (-94,4 %) et la vente et la réparation

de véhicules et de motos (-83%) ont enregistré les plus fortes réductions.



☑ Notre opinion – La déclaration de l'état d'alerte et, par la suite, l'entrée en vigueur des ERTE pour les salariés qui ne fournissent pas de services essentiels ont entraîné la fermeture quasi totale de la majeure partie du tissu industriel au cours de la première partie du mois d'avril et une reprise progressive et graduelle de l'activité par la suite. La facturation de l'industrie a été réduite ce mois-ci de 40,8% en glissement annuel. L'industrie automobile a été la plus touchée en ces circonstances, avec une baisse du chiffre d'affaires de 90,5% d'une année sur l'autre. Par ailleurs, nous observons une baisse de la production et une chute importante des prix dans les cokeries et le raffinage du pétrole, ce qui a entraîné une diminution de 72,1% du chiffre d'affaires de cette activité. La situation des ménages confinés a provoqué une réduction de la demande pour de nombreux produits. La fabrication de vêtements, l'industrie du cuir et de la chaussure et la fabrication de meubles ont été les plus touchées par cette situation, avec des baisses de chiffre d'affaires de plus de 70%. Bien que les produits alimentaires soient les biens que les ménages ont le plus consommé au cours du mois d'avril, l'industrie alimentaire a également vu son chiffre d'affaires diminuer de 5,0%, après la hausse annuelle de 13,9% en mars.

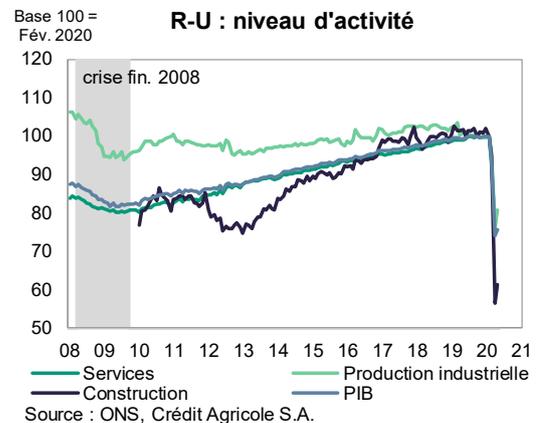
Le secteur des services a été quasiment paralysé pendant la première moitié d'avril. Pendant la deuxième moitié du mois, certains services ont pu reprendre leur activité et d'autres, tels que les hôtels, les restaurants et les magasins, sont restés fermés au public et ont pu fournir des services en ligne ou à domicile. Le chiffre d'affaires du secteur des services a diminué de 41,4% en rythme annuel. Les secteurs les plus touchés ont été ceux liés au tourisme. Les services d'hébergement, la restauration et les agences de voyage ont réduit leur chiffre d'affaires de plus de 90% par rapport au mois d'avril de l'année dernière. Au sein du commerce, les ventes de véhicules automobiles et de motocycles ont diminué de 84,4%. Dans le domaine des transports, ce sont ceux qui sont les plus liés aux passagers (rail, taxi, terre et air) qui ont été les plus touchés, avec des diminutions de plus de 70% en taux annuel.

Royaume-Uni

Royaume-Uni : modeste rebond du PIB au mois de mai

Le PIB n'a rebondi que de 1,8% en variation mensuelle au mois de mai, après la contraction record de 20,4% enregistrée au mois d'avril. Il se situe 24,5% sous son niveau du mois de février. Les mesures de distanciation sociale avaient été légèrement assouplies à partir du 11 mai, les travailleurs dans la construction et dans le secteur manufacturier ayant été encouragés de retourner au travail. Cependant, la reprise de l'activité dans ces secteurs a été modeste. Le secteur de la construction n'augmente que de 8,2% après trois mois consécutifs de contraction, dont une chute de 40,2% en avril, et reste 39% sous son niveau du mois de février. L'activité dans l'industrie rebondit de 6% en variation mensuelle au mois de mai, après une baisse de 20,3% au mois d'avril. La production d'électricité, d'eau et de gaz a par ailleurs continué de se replier, -2,6% après -8,9% en avril. Le secteur des services, qui représente trois-quarts de l'économie, a crû de 0,8% sur le mois après une baisse de 18,8% en

mai. Le secteur de la distribution, de la restauration et de l'hôtellerie, le plus touché par les mesures anti-Covid, rebondit de 12,7% au mois de mai. Il est toujours environ 40% inférieur à son niveau de février.



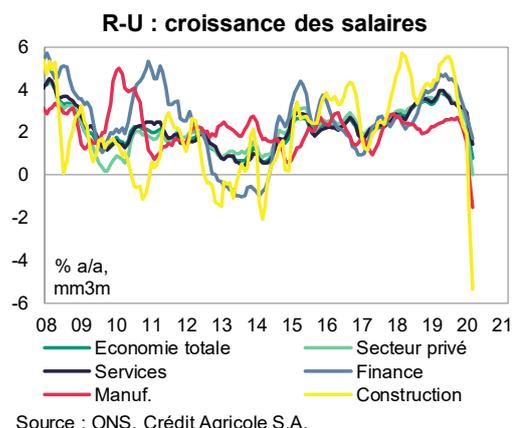
Notre opinion – *L'économie britannique se réveille très doucement de l'arrêt brutal dû au confinement. Le rebond de l'activité au mois de mai, léger au regard de l'ampleur de la contraction, devrait gagner de la vigueur en juin avec l'ouverture des magasins et des restaurants, ce qui toutefois n'empêchera pas une contraction historique du PIB au deuxième trimestre. L'effet d'acquis pour le deuxième trimestre (taux de croissance trimestriel sous l'hypothèse de stabilité de l'activité en juin) est de -23,2%. Notre scénario central table sur une croissance de l'ordre de -20% sur le trimestre.*

Royaume-Uni : sur le marché du travail, l'inactivité augmente et la rémunération baisse

Le nombre d'employés ne touchant pas de salaires a augmenté de 650 000 entre mars et juin 2020, selon le dernier rapport sur le marché du travail de l'ONS. La plus forte baisse a eu lieu au début de la pandémie et son rythme a ralenti en mai et en juin. L'emploi total baisse (-125 000 entre février et mai), principalement les travailleurs à temps partiel et les indépendants. L'inactivité augmente (-142 000 entre février et mai), signifiant que des personnes cessent de travailler, mais n'ont pas encore commencé à rechercher du travail et ne sont donc pas encore comptabilisées dans le taux de chômage officiel (qui reste stable à 3,9%).

La croissance de la rémunération est devenue négative en mai à -0,3% (depuis 1% en avril) en raison d'une forte chute de la rémunération dans le secteur privé à -1,2%. La croissance des salaires décélère assez nettement à 0,7% depuis 1,7%. Dans la construction, la grande distribution, restauration et hôtellerie et le secteur manufacturier, la croissance des

salaires et devenue négative après deux mois de baisses des salaires. La croissance de la paye réelle (ajustée par le CPIH, indice des prix à la consommation incluant les frais de logement des occupants) s'est enfoncée un peu plus en territoire négatif à -1,3%.



Notre opinion – *Nous anticipons toujours une forte hausse du taux de chômage dans les prochains mois due à l'expiration des dispositifs de soutien à l'emploi en octobre et le retour sur le marché du travail d'une partie des inactifs. Nous prévoyons une hausse à 8% en moyenne au quatrième trimestre, mais beaucoup d'incertitude entoure les prévisions. La hausse du taux de chômage pourrait être plus élevée, étant donné qu'aujourd'hui environ 12 millions de personnes bénéficient des dispositifs d'aide de l'État dans le cadre de la crise du Covid.*

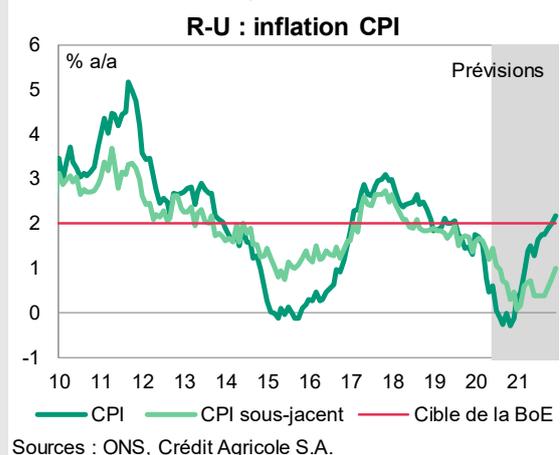
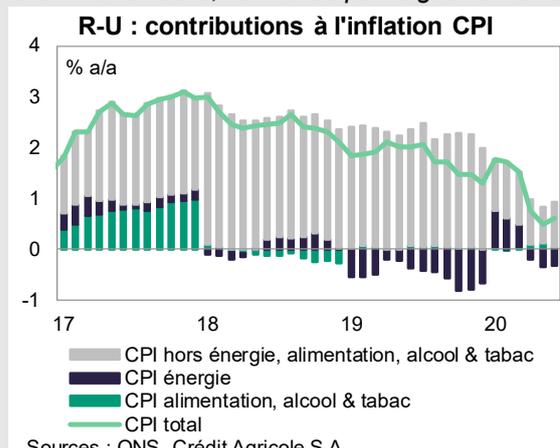
Royaume-Uni : hausse surprise de l'inflation en juin due à des mouvements erratiques, la baisse imminente de la TVA devrait pousser temporairement l'inflation en territoire négatif

L'indice des prix à la consommation a enregistré une hausse surprise au mois de juin de 0,1% en variation mensuelle et une accélération de son taux d'inflation à 0,6% après 0,5% en mai. L'inflation sous-jacente (indice CPI hors énergie, alimentation, alcool et tabac) rebondit également, de 1,2% à 1,4%. Le taux d'inflation des prix des biens industriels hors énergie accélère nettement, passant de 0,1% à 0,9%, un plus haut depuis juillet 2019. Cela semble dû en grande partie à une accélération des prix dans la culture et les loisirs (passant de 2% en moyenne en mai à 2,6% en juin sur un an) due en particulier à une nette hausse du taux d'inflation des prix dans la catégorie jeux vidéo, jouets et passe-temps (à 7,9% sur un an, contre 1% en mai). Selon l'ONS, les variations de prix des jeux vidéo pourraient

s'expliquer par les effets du confinement lié au Covid sur la demande et l'offre de certains articles, mais pourraient également s'expliquer par la composition des tableaux des meilleures ventes. Les prix dans le textile ont également contribué au rebond du taux d'inflation, en raison d'effets de base défavorables (prix globalement stables en juin cette année versus une baisse plus importante à la même période de l'année dernière). Leur taux d'inflation (-2,2%) reste toutefois négatif pour le quatrième mois consécutif. *A contrario*, la plus forte contribution à la baisse du taux d'inflation provient des prix produits alimentaires. Leur taux d'inflation s'est nettement modéré, passant de 1,8% en mai à 1,1% en juin, un plus bas depuis mai 2019.

Notre opinion – Le rebond surprise du taux d'inflation est visiblement dû à des effets temporaires dans des catégories spécifiques qui devraient s'estomper dans les prochains mois. Les fondamentaux de la demande suggèrent que les pressions inflationnistes devraient rester faibles dans les prochains mois, en raison de la détérioration des conditions sur le marché du travail. Par ailleurs, l'annonce par le gouvernement la semaine dernière de nouvelles mesures de soutien aux secteurs les plus touchés par la crise du Covid-19, à savoir le tourisme, la restauration et l'hôtellerie, vont provoquer une forte baisse du taux d'inflation à court terme. Ces mesures comprennent une baisse de la TVA (de 20% à 5%) dans ces secteurs pendant six mois, du 15 juillet jusqu'au 12 janvier. Selon l'OBR, cela devrait soustraire 0,8 point de pourcentage au taux d'inflation au cours de la période en vigueur de la TVA réduite et l'augmenter du même montant lorsque le taux de TVA de 20% sera restauré. Le gouvernement a également annoncé le dispositif « Eat Out to Help Out », consistant à inciter les gens à s'alimenter à l'extérieur grâce à des rabais de 50% pouvant aller jusqu'à 10 livres sur les repas et les boissons non-alcoolisées dans les cafés, pubs et restaurants valables du lundi au mercredi pendant le mois d'août.

L'impact de ces mesures sur l'inflation ne devrait pas avoir de conséquences pour la conduite de la politique monétaire, étant donné leur caractère temporaire. L'inflation devrait devenir négative au cours de la seconde moitié de l'année, mais devrait rebondir début 2021 avec la hausse programmée de la TVA. L'inflation devrait accélérer courant 2021 avec la dissipation des effets liés à la baisse des prix de l'énergie, ainsi que l'amélioration possible du marché de l'emploi. Nous révisons à la baisse nos prévisions pour l'inflation CPI, de 0,7% en moyenne au troisième et quatrième trimestre 2020 à -0,1%. En revanche, nous augmentons les prévisions pour 2021 avec une inflation CPI terminant l'année légèrement au-dessus de la cible de la BoE à 2,2.



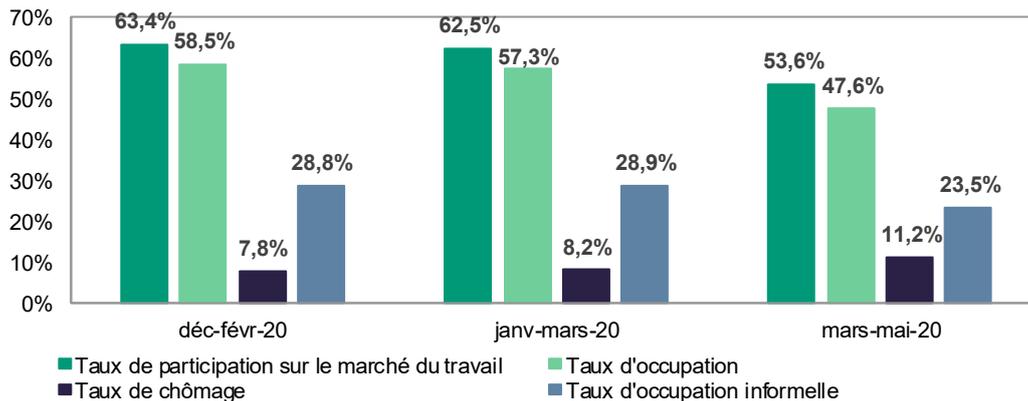
Pays émergents

Chili : dérogation « exceptionnelle » ou prémices de bouleversement du « modèle chilien » ?

La Banque centrale du Chili vient de décider du maintien de son taux directeur à 0,50% et de la poursuite de sa politique « non conventionnelle », alors que le Congrès débat de l'opportunité de donner à la Banque centrale la possibilité d'acheter des obligations d'État. La Chambre basse a, par ailleurs, adopté un projet de loi permettant aux

épargnants de retirer une fraction (dans la limite de 10%) des sommes investies dans les fonds de pension. Cette disposition vient compléter l'annonce par le gouvernement d'un plan de soutien destiné à la classe moyenne, consistant essentiellement en un assouplissement des crédits (octroi, report et allongement).

Evolution trimestrielle de l'emploi



Sources : Institut National des Statistiques du Chili (INE), Crédit Agricole SA/ECO

✓ Notre opinion – Pour répondre à la crise sanitaire et économique, le Chili a déployé sans tarder des moyens substantiels (12,1 milliards de dollars dès la mi-mars, puis 5 milliards de dollars début avril, soit déjà près de 5,7% du PIB 2019). Conjugué au plan de soutien de début juillet en faveur des ménages « moyens », l'ensemble des mesures mises en œuvre devrait se traduire par un creusement du déficit vers 7% du PIB et un alourdissement de la dette à 40% du PIB. Or, en dépit des mesures fiscales, les ménages subissent une importante perte de revenus. Le marché du travail s'est déjà sensiblement détérioré (cf. graphique) ; la consommation des ménages a diminué de 2,2% au cours du premier trimestre 2020 et une contraction du PIB de près de 5,5% se profile pour 2020.

C'est donc dans ce contexte d'urgence que la Chambre des députés a approuvé, le 8 juillet, une proposition de réforme des pensions : une réforme polémique qui a fait l'objet de débats acharnés parmi les députés et dont l'approbation est un revers pour le gouvernement du président Piñera. Par la suite, le projet devra de nouveau être examiné par la Commission de la Constitution de la Chambre des députés et, enfin, par le Sénat. Il s'agit en effet d'un projet de loi, impliquant une modification constitutionnelle, autorisant les participants des régimes de pensions privés (« Administradoras de Fondos de Pensiones », AFP) à retirer des fonds de leurs comptes d'épargne-retraite. Grâce cette réforme (à vocation temporaire, durant la crise), les contributeurs aux AFP pourront effectuer un seul et unique retrait de 10% de leurs cotisations obligatoires versées sur leurs comptes avec un montant compris entre 150 « Unidades de Fomento » (UF ; 1 UF équivaut à 32 euros). En ce qui concerne les contributeurs dont le montant des cotisations est inférieur à 35 UF (ce qui correspond à 3 millions de personnes), ceux-ci auront le droit de retirer la totalité de leurs fonds. Afin de compenser la perte d'épargne des ménages, le projet prévoit, en outre, la création d'un « Fonds Collectif Solidaire de Pensions » financé par les employeurs et l'État. Une enquête de la société Cadem¹, publiée le 6 juillet, suggère que 52% des contributeurs souhaiteraient procéder au retrait de 10% de leurs fonds. Compte tenu d'actifs sous gestion de 203 milliards de dollars, le ministre des Finances, Ignacio Briones estime que la valeur totale des retraits dépasserait 10 milliards de dollars (El Mercurio, 2020).

L'impact de ce projet de loi ne fait pas consensus et il n'existe aucune étude d'évaluation appuyant sa conception. Pour certains sénateurs, il s'agit d'une mesure d'urgence nécessaire pour pallier la réaction tardive du gouvernement en réponse à la crise sanitaire. En effet, ce mécanisme permettra de soutenir la consommation des ménages (surtout de ceux n'ayant pas accès aux programmes visant les familles

¹ Cadem – « Encuesta Plaza Pública, Estudio N°338 » (Juillet 2020)

vulnérables). Pour d'autres (dont évidemment le directeur général des APFs), cette réforme aura un impact négatif sur la valorisation des pensions présentes et futures, bénéficiera davantage aux personnes à hauts revenus et imposera une taxe sur les travailleurs formels. Dans un communiqué destiné aux contributeurs, les APFs « Habitat » et « Capital » ont qualifié ce projet d'« erreur historique » (Canal 13, 2020), susceptible d'augmenter la vulnérabilité des épargnants et de menacer la capacité des futures générations à financer les pensions des affiliés retirant leurs fonds.

Ce projet indique que, face à l'urgence économique, sociale mais aussi politique, les règles même celles censées être gravées dans le marbre, ont vocation à être assouplies. Du point de vue de l'épargnant, il ne s'agit que d'un « arbitrage inter temporel » et, actuellement, la priorité semble devoir être clairement attribuée au présent. Par ailleurs, la crise remet la discussion sur l'efficacité et l'équité des fonds de pension au centre des débats au Chili. Après avoir contribué à une stimulation importante des investissements et de la croissance chilienne durant les années 80 et 90, les APFs sont aujourd'hui notamment critiquées par le faible montant des pensions distribuées aux affiliés. Il existe en effet une opposition politique croissante au système, exacerbée par un manque de confiance également croissant des citoyens envers le gouvernement (CEP, 2019²). Enfin, interprétant cet assouplissement comme le signal précurseur d'un « lâchement » peu orthodoxe, les marchés auraient pu réagir mal et violemment : ce n'a pas été le cas. À court terme, ce projet est susceptible d'entraîner une appréciation du peso chilien et une hausse des taux locaux, car les APFs réduiront principalement leurs actifs étrangers libellés en dollars afin de satisfaire les demandes de retrait. Cependant, si l'autorisation de la Banque centrale du Chili de s'engager dans le QE est approuvée par le Congrès, celle-ci pourrait atténuer l'impact sur les taux via l'achat d'obligations souveraines.

Europe de l'Est : quelques indices politiques sur le monde post-Covid

Les élections présidentielles polonaises ont été remportées par A. Duda, qui a donc les mains libres pour poursuivre l'agenda conservateur du PIS (parti Droit et Justice), comme l'a annoncé le ministre de la Justice dès le lendemain de la victoire. Il s'agira notamment de continuer à réformer les institutions judiciaires centrales, mais aussi les collectivités locales – sachant que les villes intermédiaires sont très importantes politiquement, dans le soutien au PIS.

On peut anticiper qu'un tel programme va entrer en contradiction frontale, comme cela a été le cas ces dernières années, avec les règles de droit de l'Union européenne. La précision est importante à l'heure où le président du Conseil européen a justement mis sur la table la question de la conditionnalité des fonds d'aide au respect de ces mêmes règles de droit... Pour l'UE, il s'agit d'un serpent de mer qui revient dans les débats depuis 2018, mais pour la Pologne ou la Hongrie, qui bloquent les votes à ce sujet, il s'agit de conserver une source importante d'aide.

En Pologne, le Covid a préservé les clivages politiques ville/campagne

Même si la Pologne semble être l'un des pays de la région qui devrait plutôt sortir vite de la crise du Covid (tout est relatif bien sûr) – comme en témoigne le redémarrage de la consommation intérieure depuis mai – elle apparaît néanmoins très divisée politiquement. Elle est même parfaitement clivée avec 66,5% des électeurs urbains qui ont voté pour le maire de Varsovie, le libéral R. Trzaskowski et

63,2% des électeurs ruraux qui ont préféré Duda. Cela se double d'un clivage générationnel tout aussi frappant, puisque 64,4% des dix-huit - vingt-neuf ans ont voté pour le libéral, et 61,7% des plus de soixante ans pour le conservateur. Une telle carte électorale n'est pas spécifique à la Pologne. On la connaît bien depuis le *Brexit* et l'élection de Trump et les Gilets Jaunes l'ont mise au jour en France, confirmant les travaux de C. Guilluy. Cependant, les élections polonaises apportent des enseignements politiques intéressants à un moment où on se demande ce que sera le monde *post-covid*.

Le premier enseignement, c'est que la relativement « bonne » gestion de la crise n'a pas permis au gouvernement Duda de creuser l'écart (il est élu de justesse par 51,2% des suffrages), pas plus que ses succès économiques. Ces deux facteurs ont certainement contribué à solidifier son électorat, mais ne sont pas suffisants pour conquérir les jeunes urbains, y compris dans un pays très nationaliste et où la religion catholique joue un rôle important (la jeunesse polonaise est généralement moins internationaliste que dans d'autres pays).

L'importance politique croissante et clivante de la question du genre

Le second point important est à chercher dans les débats de société violents qui ont précédé les élections. Ce sont eux qui, en Pologne comme dans beaucoup d'autres pays occidentaux, sont en train d'accroître les clivages politiques. Ainsi, en déclarant que les personnes LGBT ne sont pas des êtres humains, A. Duda se coupait définitivement d'une

² D'après la dernière enquête du Centre d'Etudes Publiques du Chili (CEP, 2019), 5% des citoyens font confiance au Gouvernement, 3% au Congrès et 2% aux Partis politiques (Encuesta CEP – [“Estudio Nacional de Opinion Publica N°84”](#) (Décembre 2019))

partie des jeunes urbains, mais séduisait aussi la part plus âgée de l'électorat. C'est certainement aussi ce qui explique le niveau élevé de participation, à près de 62%, de l'électorat. Gageons que ce clivage va d'ailleurs jouer dans beaucoup d'autres pays au cours des élections à venir (et il va être activé par de nombreux hommes politiques).

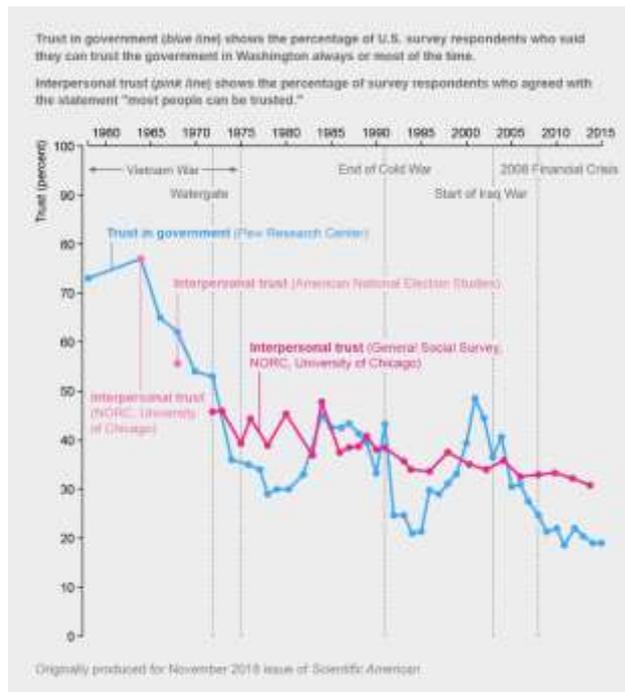
Mais ce qui est très intéressant dans ce vote, c'est enfin qu'il confirme l'hypothèse de certains chercheurs³, à savoir que les clivages culturels entre Est et Ouest de l'Europe, qui existaient de part et d'autre du Mur pendant la guerre froide, ont été remplacés par de nouvelles frontières culturelles, qui font écho aux lignes géopolitiques entre Europe et Eurasie, cette dernière se reconnaissant de plus en plus dans des valeurs conservatrices et nationalistes, voire religieuses (ce qui est une nouveauté : rappelons qu'en 2012, à peine 14% des Russes considéraient que la religion était la chose la plus importante de leur vie, contre 46% pour les Polonais, selon le *World Value Survey*). L'évolution est même nette si l'on compare le vote polonais avec celui des Russes pour la réforme de leur Constitution, qui inclut des principes très conservateurs sur les questions de genre. Les frontières culturelles de l'Europe passent donc de plus en plus clairement en plein milieu de la Pologne...

D'une façon générale, l'effet confiance du Covid sur les dix-huit - vingt-cinq ans : attention à la dictature verte ?

Une étude de la BERD pose d'ailleurs la question plus générale de l'impact du COVID sur le comportement politique des dix-huit - vingt-cinq ans, prenant comme hypothèse un phénomène que la sociologie politique a souvent testé : il s'agit de la tranche d'âge la plus importante en politique, dite « impressionnable », au cours de laquelle se forment les valeurs et les opinions qui vont influencer la personne pendant vingt ans en moyenne (ce qui a été prouvé pour la première fois en étudiant les comportements des femmes qui avaient étudié au Bennington college entre 1935 et 1939...).

Fondée sur les statistiques de confiance entre 2006 et 2018 de Gallup (sur 140 pays), cette étude projette l'impact politique de la crise du Covid et conclut à une baisse probable, profonde et durable de la confiance politique de cette tranche d'âge, non seulement envers les hommes politiques, mais les institutions elles-mêmes. Malheureusement, l'étude conclut aussi à l'effet encore plus fort de cette baisse de confiance dans les démocraties, avec un pic dans les zones urbaines et les populations féminines. Par ailleurs, l'effet de chute de confiance risque

également d'être plus net dans les pays à revenus intermédiaires ou élevés.

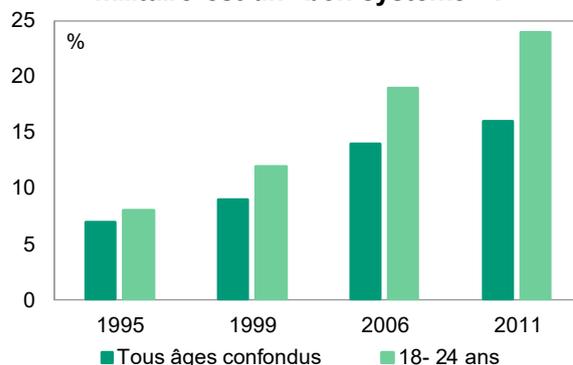


Source : <https://blogs.scientificamerican.com/observations/trust-is-the-key-to-fighting-the-pandemic>

Enfin, si l'on croise cette étude avec ce que l'on sait déjà, à savoir une forme de corrélation entre la confiance politique et la confiance interpersonnelle, très nette par exemple aux États Unis, on peut légitimement se demander quel type de gouvernement les jeunes vont soutenir dans leurs années de maturité et quel type de société va apparaître...

D'ailleurs, Y. Mounk signalait déjà dans son ouvrage « le Peuple contre la démocratie », en 2019, une appétence grandissante et interpellante des jeunes Américains pour les gouvernements autoritaires.

Sondage : est-ce qu'une dictature militaire est un "bon système" ?



Source : World Value Survey

³ Citation: Akaliyski, P. & C. Welzel (2019). "Clashing Values: Cultural and Geopolitical Transformations of Post-Cold War Europe." *World Values Research* 11 (4): 85-123

☑ Notre opinion – Plus à l'Est, attention aux étés slaves

La Pologne sort donc toujours aussi conservatrice du Covid, mais encore plus clivée. Cela ne va pas faciliter le gouvernement du pays, et ce sera un climat propice aux mouvements sociaux, dans une Europe de l'Est qui n'en manque pas. Ainsi, des manifestations viennent d'avoir lieu en Bulgarie, contre la corruption. Mais aussi au Belarus, à l'approche d'élections présidentielles où le sixième mandat d'A. Lukashenko est en question (il est en poste depuis 1991), ce qui provoque l'indignation d'une partie de la population, encore plus après la gestion désastreuse du Covid (le président avait conseillé de boire de la vodka et de faire des saunas).

Ces manifestations sont certainement suivies d'un œil attentif par le locataire du Kremlin qui sait, même s'il a réussi à faire passer son référendum constitutionnel, à quel point le risque d'un « printemps slave » n'est jamais à écarter, dans un contexte où sa popularité est au plus bas. Des manifestations ont d'ailleurs lieu aussi en Russie, dans la région de Khabarovsk, où l'arrestation du gouverneur local a provoqué l'ire des opposants de V. Poutine. S. Furgal ne semble cependant pas un personnage totalement neutre, accusé d'avoir commandité des meurtres d'hommes d'affaires. Mais peu importe, il est arrivé au pouvoir en s'opposant au parti présidentiel Russie Unie et cela suffit à nourrir sa popularité.

👉 Chine : croissance positive au T2, mais toujours sans demande privée

Après un premier trimestre en contraction (-6,8% en glissement annuel), la croissance chinoise a renoué avec des territoires positifs au deuxième trimestre et le PIB a progressé de 3,2%. Il s'agit plutôt d'une bonne surprise, puisque le consensus s'attendait à une hausse plus modeste, autour de 2,4%.

Si le détail par composante n'est pas encore disponible, la publication des données d'activité pour le mois de juin permet de se faire une idée du contenu de cette croissance.

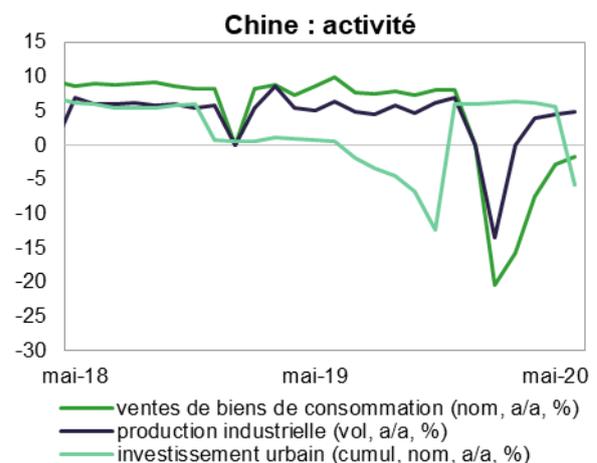
L'écart offre/demande se réduit sans disparaître

Côté offre, la production industrielle poursuit sur sa trajectoire positive et enregistre une nouvelle hausse de 4,8% en glissement annuel en juin. En ajoutant la construction, sur le deuxième trimestre c'est tout le secteur secondaire qui s'est redressé et affiche une croissance de 4,7% en glissement annuel.

La bonne nouvelle est également venue du commerce extérieur, puisque tant les exportations que les importations ont eu une croissance positive (respectivement 0,5% et 2,7% en glissement annuel) en juin. Les exportations ont été portées par la réouverture de certaines économies (États-Unis notamment), par les biens liés à l'épidémie (matériel médical) et la demande en produits électroniques. La surprise est surtout venue des importations, qui, après une contraction de 16,7% le mois dernier, montrent des signes de reprise, et ce malgré un effet prix lié au cours des matières premières (pétrole en particulier) jouant encore sur les valeurs. Les importations en volume des matières premières les plus utilisées dans l'industrie et la construction (fer, acier, cuivre) ont accéléré, stimulées par l'investissement en infrastructures. La production, encadrée et soutenue par l'appareil étatique tourne donc à plein.

Côté demande en revanche, la confiance des consommateurs chinois peine à se redresser. Cela

se traduit tant dans leur comportement d'achat (ventes au détail en baisse de 1,8% en glissement annuel en juin, pour le sixième mois consécutif, et ce alors que le consensus s'attendait à un chiffre positif) que d'épargne (le taux d'épargne a légèrement reculé au deuxième trimestre à 38%, contre 40% au T1). Sur le trimestre, la consommation privée a donc reculé de 5,7%, et ce malgré une hausse du revenu disponible par tête de 1,8%. Cette faiblesse de la demande pèse toujours sur le secteur tertiaire, dont l'activité est certes revenue en territoire positif (+1,9% au T2, après -5,2% au T1), mais qui pâtit encore de la crise de confiance dans certains secteurs (restaurants et bar, transports, centres commerciaux).



La question sous-jacente reste donc toujours celle de l'emploi. Officiellement, le taux de chômage urbain décline lentement depuis mars et a atteint 5,7% en juin. Pourtant, les créations de nouveaux emplois sont toujours très faibles. En juin, elles étaient encore loin de leur niveau habituel : juste au-dessus d'un million de créations, soit plus de 25% de moins qu'en 2019. La baisse du chômage résulte donc plutôt d'un effet de base (nombre de migrants

rentrés dans leur campagne ont disparu des statistiques urbaines) que d'un véritable redémarrage du marché du travail.

Derrière les chiffres : à quel prix se fait cette reprise ?

Le modèle de croissance chinois avait entamé une longue transition depuis la dernière crise financière de 2009 : moindre dépendance envers l'extérieur, relais de croissance plus internes, notamment *via* le secteur des services et la consommation privée dans les grandes villes, le développement immobilier (au risque parfois de créer des bulles). Depuis deux ans, le gouvernement avait même commencé à mettre en place une réglementation accrue pour limiter et encadrer – plutôt avec succès – le *shadow*

banking, ces pratiques de financement opaques qui échappaient à la supervision en place.

La crise sanitaire a provoqué un certain retour en arrière : financements massifs par crédit, notamment à des entreprises publiques peu performantes, levée de contraintes réglementaires pour les établissements financiers, investissements publics massifs pour compenser le manque de reprise dans le privé. L'endettement de tous les agents (État, entreprises, ménages) devrait massivement augmenter (on estime que la création de nouveaux crédits représentera plus de 40% du PIB en 2020), sans que l'économie réelle ne reparte totalement.

À court terme, les efforts monétaires sont donc suffisants pour refaire partir l'économie. Mais sans la confiance des ménages, maintenant au cœur du modèle chinois, la reprise ne pourra être pérenne.

 **Égypte : la crise sanitaire a des conséquences économiques négatives assez lourdes**

L'épidémie de coronavirus est peu à peu maîtrisée et l'Égypte semble sur le chemin de la décroissance de la courbe de contaminés avec moins de 7 000 nouveaux cas par semaine à mi-juillet et un taux de létalité toujours assez contenu à 4,5%. La période de confinement, qui a mis à l'arrêt le pays pendant plusieurs semaines est désormais terminée, et le pays retrouve peu à peu le chemin d'une activité à peu près normale en permettant la réouverture des magasins, des hôtels et des aéroports nécessaires à la relance de l'activité touristique.

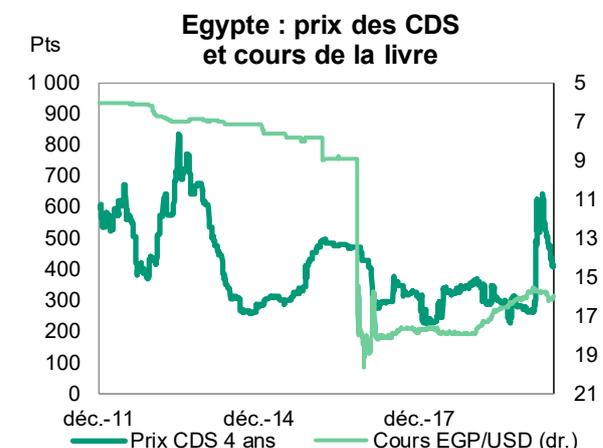
Les conséquences de l'arrêt de l'activité commencent à être chiffrées par les statistiques. Elles vont être très sévères sur la macro-économie et sur les entreprises même si le pays pourrait, exception dans la région, échapper à une récession en 2020. À ce stade, la croissance du PIB devrait chuter de 5,6% en 2019 à environ 1% en 2020. Le premier semestre de 2020 devrait rester très contraint et un redressement à 2% est possible en 2021.

Les enquêtes d'opinion (PMI) sont toujours en juin en territoire fortement négatif (à 44 points, sous le seuil de 50 qui indique une contraction de l'activité), mais après un fort redressement par rapport au point bas d'avril dernier (29 points). Les exportations se

sont contractées de 29% en avril par rapport à l'année 2019.

Pour apaiser les tensions de liquidité et la pression sur la livre, le pays a sollicité à nouveau le soutien du FMI de 8 milliards de dollars, soit 2,3% du PIB.

La livre est restée stable, compte tenu des interventions des banques publiques, mais la prime de risque a fortement progressé à plus de 400 points de base.



Sources : Morgan Stanley, Reuters, CA S.A.

 **Notre opinion** – Les prévisions des différents instituts d'analyse et des économistes sont très contrastées sur l'Égypte, allant de 4% à -4% pour la variation du PIB. Les marchés sont donc encore très partagés sur l'impact final que peut avoir cette crise et cela rajoute une incertitude supplémentaire défavorable aux flux de capitaux entrants nécessaires à équilibrer le solde courant de la balance des paiements.

Tunisie : démission du Premier ministre sur fond d'instabilité politique

Le Premier ministre Elyes Fakhfakh vient de présenter sa démission après qu'une motion de défiance contre son gouvernement a été votée au Parlement tunisien. Ceci intervient sur fond de conflit d'intérêt après l'ouverture d'une enquête sur la gestion de ses entreprises privées qui auraient bénéficié de contrats publics dans le passé. Son mandat aura été l'un des plus courts de l'histoire du pays : cinq mois. Derrière cette défiance, plane l'ombre du parti politique islamiste Ennahdha et de son dirigeant Ghannouchi, premier parti au Parlement, mais avec seulement 24% des sièges et qui souhaite sans doute des positions plus affirmées

dans les postes gouvernementaux. Ce parti avait été très insatisfait que son candidat préféré pour ce poste (H. Jemli) n'ait pas été investi en janvier dernier. Le président Kaïs Saïed, président indépendant ne bénéficiant pas du soutien d'un parti, doit désormais nommer rapidement un nouveau Premier ministre de consensus qui reçoive l'approbation d'un Parlement particulièrement divisé et constitué de huit principaux partis souvent antagonistes. K. Saïed a demandé à R. Ghannouchi, le président du Parlement, de lui fournir une liste de noms de candidats potentiels.

✓ Notre opinion – Avec huit Premiers ministres depuis la révolution de 2011, soit une moyenne d'un par an, l'instabilité politique est assez forte en Tunisie. Le mode de scrutin des législatives à la proportionnelle pure rend difficile l'apparition d'une majorité au Parlement et oblige à des coalitions de partis, très souvent fragiles. Elle illustre le difficile chemin vers la démocratie. Mais elle nuit également aux réformes économiques et sociales qui ne progressent que très lentement. Cette instabilité accentue les problèmes de gouvernance au moment où le pays va fortement souffrir de la crise économique issue du Covid, ce qui pourrait faire progresser le chômage et alimenter l'instabilité sociale.

Côte d'Ivoire : décès du candidat du parti au pouvoir à la présidentielle d'octobre

Le Premier ministre de Côte d'Ivoire, Amadou Gon Coulibaly est décédé brusquement le jeudi 9 juillet 2020 à Abidjan. Or, il avait été désigné « par consensus » comme candidat du « Rassemblement des houphouëtistes pour la démocratie et la paix »

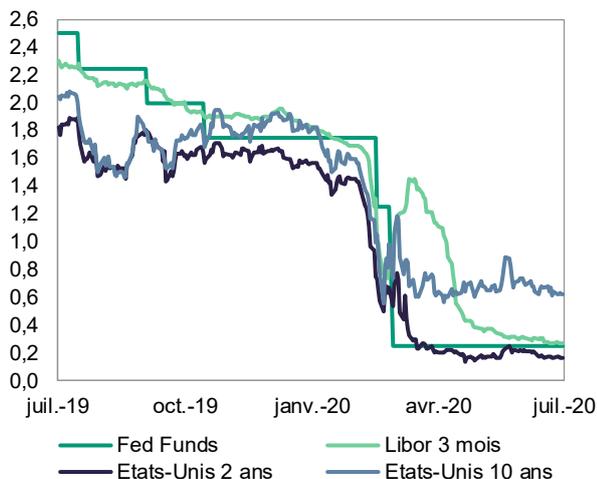
(RHDP), qui est actuellement au pouvoir, à la présidentielle d'octobre. De ce fait, le chef de l'État actuel, Alassane Ouattara avait annoncé ne pas briguer un troisième mandat présidentiel.

✓ Notre opinion – Qui va représenter le parti d'Alassane Ouattara à la présidentielle ? Le ministre de la Défense, Hamed Bakayoko, pourrait être choisi pour succéder à l'ex-Premier ministre. L'actuel président pourrait également briguer pour un troisième mandat. En effet, après l'approbation d'une nouvelle Constitution en 2016, il a la possibilité de postuler pour deux autres mandats supplémentaires. Un report de la date des élections présidentielles est également envisageable.

Tendances à suivre

Taux d'intérêt en dollar américain

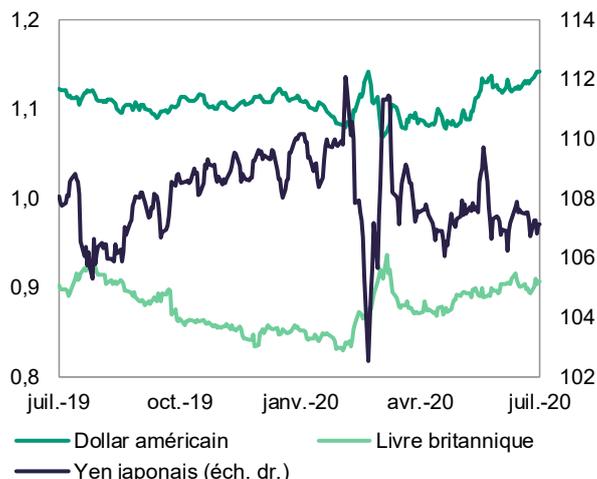
%, interbancaire (Londres) et souverains (Etats-Unis)



Source : Thomson Reuters

Taux de change des principales devises

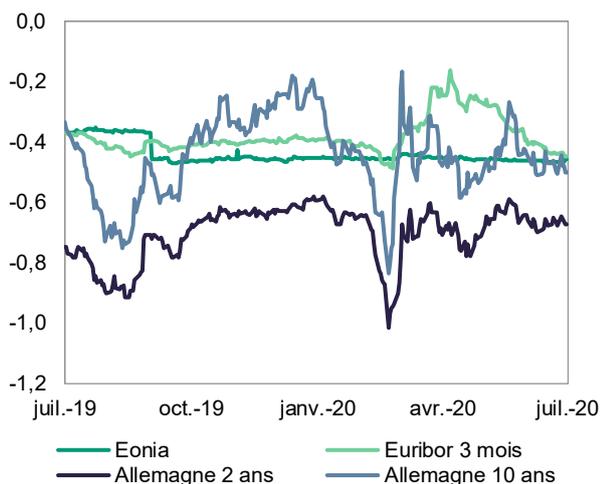
EUR/USD, EUR/GBP et USD/JPY



Source : Thomson Reuters

Taux d'intérêt en euro

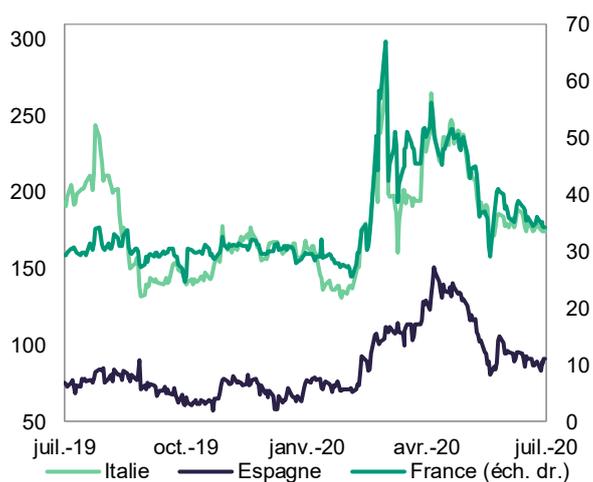
%, interbancaires (Londres) et souverains (Allemagne)



Source : Thomson Reuters

Spreads souverains européens avec le Bund

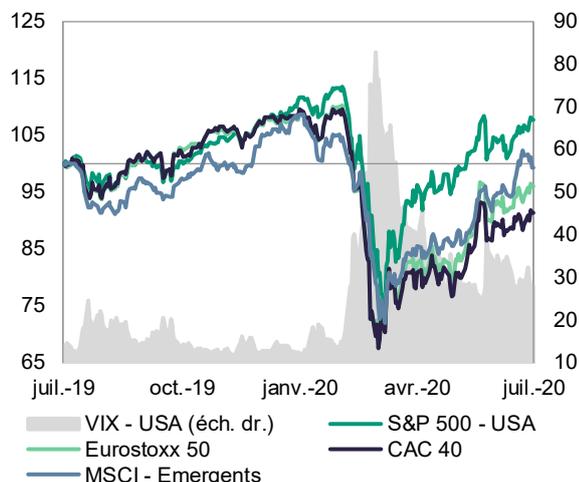
Pdb, dette en EUR à dix ans



Source : Thomson Reuters

Marché actions

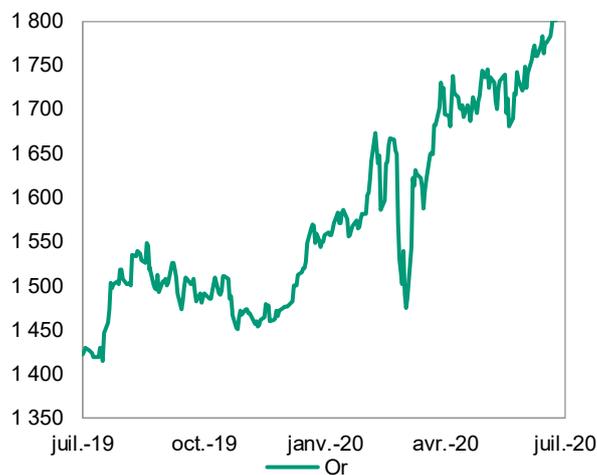
Indice boursiers (100 = début de période) et volatilité VIX



Source : Thomson Reuters

Cours de l'once d'or

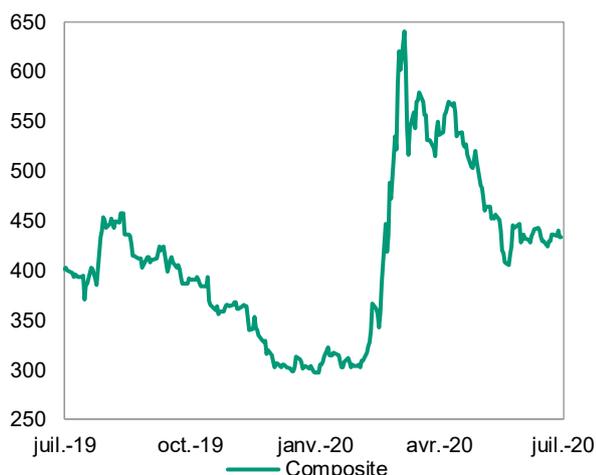
USD/Once troy (Londres)



Source : Thomson Reuters

Spreads souverains émergents avec le T-Bond

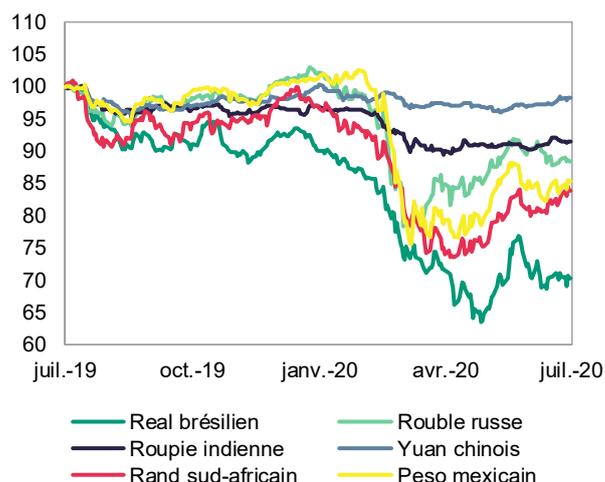
Indices EMBI+ (pdb, dette en USD de plus d'un an)



Source : JP Morgan

Devises émergentes

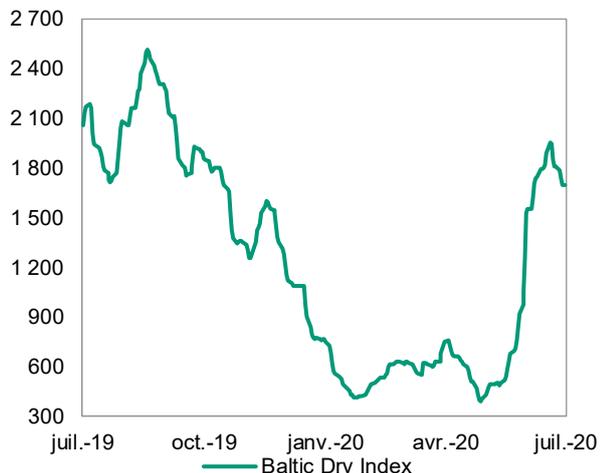
/USD (indice 100 = début de période)



Source : Thomson Reuters

Coût du transport maritime de vrac sec

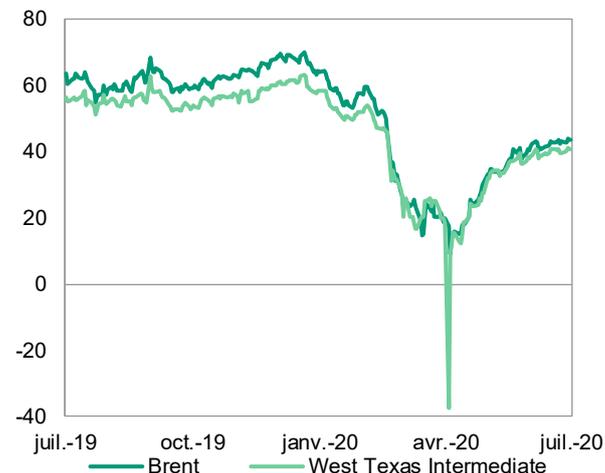
Baltic Dry Index (USD/point)



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

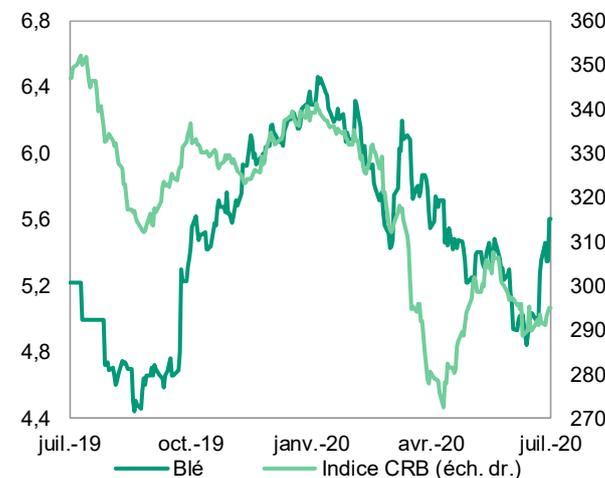
USD/tonne métrique



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 – 2 juillet 2020

Choc inédit, réponses massives et questions ouvertes

Prévisions économiques & financières

| Date | Titre | Thème |
|------------|---|----------------|
| 17/07/2020 | <u>Zone euro – Scénario 2020-2021 : mobilisation pour une sortie de crise homogène et coordonnée</u> | Zone euro |
| 16/07/2020 | <u>Génération Covid, génération sacrifiée ?</u> | Géopolitique |
| 16/07/2020 | <u>Corée du Sud – La lumière au bout du tunnel</u> | Pays émergents |
| 15/07/2020 | <u>Espagne – Une aide supplémentaire de 40 Mds € pour les entreprises</u> | Espagne |
| 10/07/2020 | <u>Monde – L'actualité de la semaine</u> | Monde |
| 10/07/2020 | <u>France – Impact Covid-19 : quelles perspectives de reprise pour l'économie française ?</u> | France |
| 07/07/2020 | <u>Russie : Max Weber, syndrome eurasiatique et bons d'achat</u> | Géopolitique |
| 06/07/2020 | <u>UE – Le Parlement allemand met fin au bras de fer entre la BCE et la Cour constitutionnelle</u> | Europe |
| 03/07/2020 | <u>Monde – L'actualité de la semaine</u> | Monde |
| 02/07/2020 | <u>Monde – Scénario macro-économique 2020-2021 : choc inédit, réponses massives et questions ouvertes</u> | Monde |
| 01/07/2020 | <u>Fintech Outlook - premier semestre 2020</u> | Banque |

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, 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 : Cécile JIN

Documentation : Dominique PETIT, Elisabeth SERREAU

Statistiques : Robin MOURIER

Réalisation et Secrétariat de rédaction : Véronique CHAMPION – Fabienne PESTY

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

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

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

Application Études 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.