

Perspectives

Hebdomadaire – N°21/051 – 19 février 2021

MONDE – L'actualité de la semaine

☞ Des marchés toujours nerveux face aux tensions inflationnistes	2
☞ France : recul du taux de chômage au quatrième trimestre 2020	3
☞ Zone euro : la moindre contraction de l'activité du mois de février laisse espérer un T1 moins défavorable qu'anticipé .	4
☞ Zone euro : nouveau plongeon des immatriculations automobiles en janvier	4
☞ Espagne : élections au Parlement de Catalogne.....	5
☞ Italie : le gouvernement Draghi.....	6
☞ Royaume-Uni : hausse encore timide de l'inflation en janvier	7
☞ Algérie : une année économique 2020 très difficile et un redressement en 2021 encore incertain	10
☞ Arabie saoudite : des règles de commerce plus contraignantes	11
☞ Russie : résiliente, immobile, et « resoviétisée » ?	11
☞ Mexique : de tristes singularités	13
☞ Situation sanitaire : quel accès aux vaccins pour les pays sub-sahariens ?	14
☞ L'arme des terres rares brandie par Pékin ?	16
☞ Diplomatie russe du vaccin.....	16
☞ News géo-économiques.....	17

Des marchés toujours nerveux face aux tensions inflationnistes

Cette semaine encore, la crainte d'une poussée inflationniste qui obligerait les Banques centrales à resserrer leurs politiques monétaires précocement a persisté sur les marchés financiers, sur fond de hausse des taux d'intérêt et d'un renchérissement du prix du pétrole et des matières premières de base. Sur le plan sanitaire, la situation s'est améliorée avec une moindre propagation de l'épidémie observée aux États-Unis et en Europe, et surtout un rythme de vaccinations qui a accéléré, permettant d'entrevoir de meilleures perspectives de croissance à court terme. Pour autant, un scénario de sortie de crise rapide demeure à ce stade fragile au regard de la situation de l'emploi qui reste encore préoccupante aux États-Unis comme en Europe.

Ainsi, les marchés actions n'ont acheté ce relatif optimisme sur la reprise d'activité qu'en début de semaine avant de se retourner ensuite pour finir en baisse de 0,4% pour l'Eurostoxx 50 et en repli de 0,5% pour le S&P 500. Les ventes au détail de janvier outre-Atlantique ont pourtant dépassé les attentes en inscrivant une solide accélération de 5,3% sur le mois. Toutefois, ce raffermissement de la consommation des ménages s'explique surtout par le versement des fonds supplémentaires liés à la pandémie et ciblant les ménages les plus modestes (aidés par un chèque d'un montant forfaitaire de 600 dollars). L'adoption du plan de relance du président Biden de 1 900 milliards de dollars, en négociation au Congrès, devrait ouvrir les portes à une politique budgétaire plus expansionniste encore. Par ailleurs, la publication par la Réserve fédérale d'un neuvième mois consécutif de hausse de la production industrielle (+0,9% en janvier) confirme la résistance de l'économie américaine. Les inscriptions hebdomadaires au chômage ont, en revanche, enregistré une hausse inattendue cette semaine, ternissant un peu plus les perspectives sur l'emploi du premier trimestre. En zone euro, l'indice composite d'activité a enregistré une moindre contraction en février (comparativement au

mois précédent), grâce à une demande en biens industriels dynamique, tandis que les activités de services – plus durement touchées par les restrictions sanitaires – ont davantage pesé sur la croissance. L'indice de confiance des consommateurs s'est quant à lui redressé de 0,7 point en février, en dépit du prolongement du verrouillage de certaines activités économiques. Par ailleurs, l'obtention par la Commission européenne d'un engagement de livraison de 300 millions de doses supplémentaires cette année (dont les deux tiers seraient fournies par Pfizer/BioNtech et un tiers par Moderna) a modéré les critiques portant sur l'approvisionnement et validé l'hypothèse qu'une couverture vaccinale de la population adulte d'ici la fin de l'année restait possible.

Sur le marché des taux d'intérêt, la pression s'est intensifiée avec des rendements obligataires allemands et américains en hausse chacun de 9 points de base (pb) sur les maturités dix ans, provoquant une pentification de la courbe synonyme de renchérissement du coût de la dette, alors même que le volontarisme affiché des Banques centrales des deux continents dans la poursuite durable de leurs politiques monétaires très accommodantes n'est jusqu'ici pas démenti. Dans le même temps, les *spreads* français et espagnols face au Bund allemand se sont légèrement tendus (de respectivement +3 et +2 pb) et la prime de risque italienne s'est accrue davantage (+8 pb). Sur le marché des changes, la devise européenne s'est quelque peu dépréciée face au dollar (-0,4%) et plus significativement face à la livre sterling (-1,1%). Enfin, le prix du baril de Brent en mer du Nord a augmenté de 2,6% sur la semaine pour se fixer à 64 dollars, en raison du gel historique touchant les États du sud des États-Unis et susceptible de bloquer jusqu'à un tiers de la production américaine de brut, d'après les spécialistes du secteur.

Zone euro

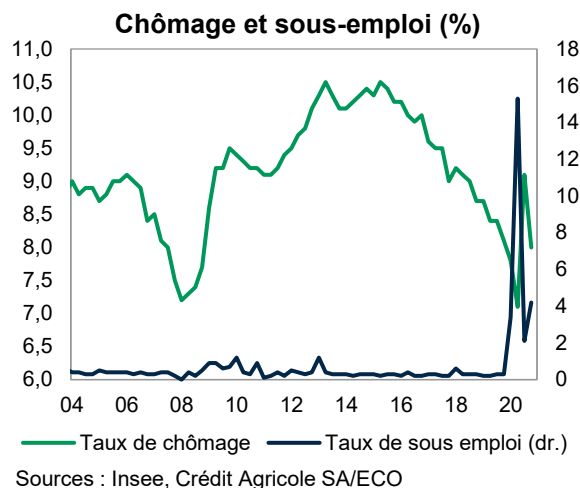
France : recul du taux de chômage au quatrième trimestre 2020

Comme lors du premier confinement, le taux de chômage recule en France au quatrième trimestre 2020 et s'établit à 8,0% pour la France entière, après 9,1% au T3. Il retrouve ainsi un niveau similaire à celui d'avant-crise (8,1% au T4 2019). Cependant, cette baisse est légèrement trompeuse et doit être interprétée avec précaution. En effet, il convient de rappeler que pour être comptabilisé comme chômeur au sens du BIT, il faut être sans travail, être disponible dans un délai de deux semaines et être à la recherche active d'un emploi. Ainsi, avec l'interruption des recherches liées à l'arrêt de l'activité dans certains secteurs, certaines personnes sont sorties du chômage et contribuent à la hausse du halo autour du chômage (le « halo du chômage » est constitué des personnes qui sont sans emploi et en recherchent un, mais ne sont pas au chômage au sens du BIT). La part des inactifs hors du halo du chômage augmente également nettement au quatrième trimestre.

Selon l'Insee, la hausse du halo du chômage n'explique que partiellement la baisse du chômage au quatrième trimestre. En effet, le recul du taux de chômage serait également dû à la hausse du taux d'emploi, d'après l'enquête sur l'emploi. Le taux d'emploi correspond à la part des personnes ayant un emploi sur l'ensemble des personnes en âge de travailler (quinze à soixante-quatre ans). Cela voudrait donc dire que des créations nettes d'emplois ont eu lieu au T4, ce qui expliquerait en partie la baisse du chômage. Nous noterons également qu'après une forte reprise des embauches en intérim au T3, le taux d'emploi en CDI augmente au quatrième trimestre. Le taux d'emploi en intérim reste quant à lui stable, la reprise ayant été perturbée par les fermetures administratives dans des

secteurs comme la restauration, il ne diminue cependant pas, car d'autres secteurs ayant fortement recours à l'intérim (construction, industrie notamment) ont pu poursuivre leur activité.

Si la hausse du taux d'emploi est un signal plutôt favorable concernant la résilience du marché du travail pendant cette crise, le taux de sous-emploi a également fortement progressé au quatrième trimestre. Avec le confinement, le recours au chômage partiel a augmenté et de nombreux salariés ont dû travailler à temps partiel sans le souhaiter. De plus, l'Insee indiquait début février une légère baisse de l'emploi salarié privé au quatrième trimestre. La publication détaillée du nombre de personnes en emploi (salarié ou non, dans le privé et dans le public) à la fin du mois de février devrait nous permettre d'expliquer plus précisément la baisse du taux de chômage.



✓ Notre opinion – Ainsi, les mesures de soutien continuent à limiter les impacts de la crise sur le marché du travail. La baisse du chômage au quatrième trimestre est assez inattendue et, malgré la dimension méthodologique (liée à la hausse du halo du chômage et à la définition de chômeur), les destructions d'emplois semblent toujours très limitées.

Nous continuons cependant à craindre une hausse du chômage dans les mois à venir. Elle serait liée au redémarrage poussif de l'activité dans certains secteurs, à une probable hausse des défaillances et à la levée progressive des mesures de soutien. Cette hausse resterait relativement contenue. En effet, si comme l'indique l'Insee, le taux d'emploi progresse, en particulier en ce qui concerne les CDI, cela pourrait traduire une certaine confiance des entreprises en la capacité de redémarrage rapide de l'activité. Les rebonds rapides de la consommation suite aux deux confinements et la relative solidité de l'investissement jusqu'à présent vont également dans ce sens. Enfin, les rigidités relatives du marché du travail français devraient limiter les destructions d'emploi dans les secteurs les plus fragilisés.

Zone euro : la moindre contraction de l'activité du mois de février laisse espérer un T1 moins défavorable qu'anticipé

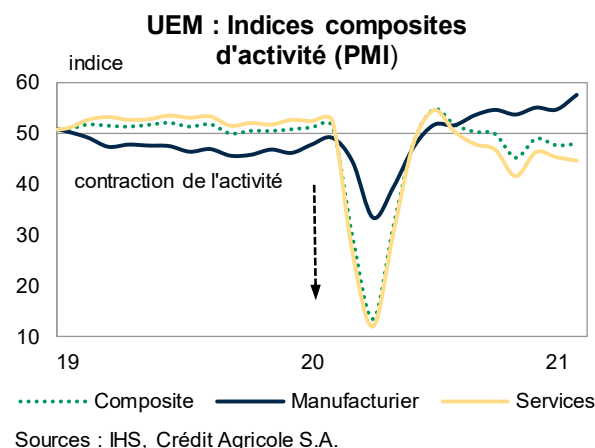
L'indice d'activité composite des directeurs d'achat (PMI) s'établit à 48,1 points au mois de février, après 47,8 points en janvier, signalant ainsi une moindre contraction de l'activité de la zone euro. Cette légère embellie s'explique par l'accélération du secteur industriel dont le rythme d'expansion (à 57,7 points) est au plus haut depuis trois ans. Celui-ci est tiré par une demande industrielle soutenue, notamment à l'exportation.

La situation dans les activités de services est en, revanche, moins enthousiaste avec un recul de l'activité plus fort qu'au mois précédent (44,7 points). Les mesures restrictives imposées en raison de l'épidémie de Covid-19 continuent de peser fortement sur les activités de services.

L'emploi en zone euro demeure en zone de contraction pour le douzième mois consécutif (à 49,6 points), en dépit d'une amélioration de l'emploi manufacturier qui ne suffit pas à compenser la détérioration de l'emploi dans les services.

L'évaluation de la situation économique des entreprises signale par ailleurs une hausse des pressions inflationnistes, avec une accélération du prix des intrants au plus haut depuis novembre 2018 (à

58,4 points). Celle-ci s'explique par un rallongement des délais de livraison dans l'approvisionnement en matières premières. La ventilation par pays souligne une accélération de l'activité allemande (indice composite à 51,3 points) portée par le secteur manufacturier (au plus haut depuis trois ans), tandis que l'activité française se contracte davantage (indice composite à 45,2 points) en raison de ses activités de services plus pénalisées par les mesures restrictives.



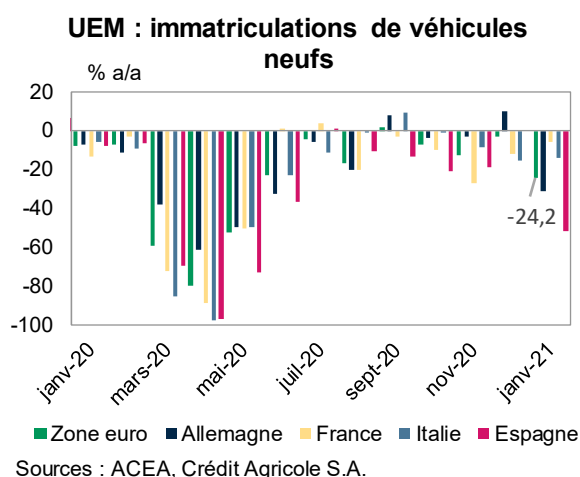
✓ Notre opinion – L'indice PMI composite de la zone euro en février apporte une note d'espoir dans la poursuite du redressement de l'activité économique, même si celui-ci demeure toujours conditionné au relâchement des mesures restrictives et au rythme des vaccinations attendues. Le dynamisme marqué du secteur industriel allemand tire l'ensemble de l'activité de la zone, en dépit d'une activité dans les services toujours lourdement pénalisée. Cependant, au regard des deux premiers mois de l'année, la croissance de la zone devrait vraisemblablement s'inscrire à nouveau en recul au T1-2021, même si ce recul s'avèrerait plus faible que celui enregistré au T1-2020.

Zone euro : nouveau plongeon des immatriculations automobiles en janvier

Les immatriculations de véhicules neufs en zone euro ont chuté de 24,2% en rythme annuel en janvier, après -2,8% en décembre. Le volume des ventes en zone euro est ainsi passé de plus de 817 000 en janvier 2020 à moins de 620 000 unités, en ce début d'année. Cette chute représente le plus mauvais mois de janvier enregistré depuis 2009. Ce recul intervient après une longue période de redressement de l'activité depuis mai dernier et s'explique avant tout par le renforcement des mesures restrictives liées à la Covid en janvier dans la majeure partie des pays de la zone.

La ventilation par pays souligne des résultats différenciés, avec d'un côté des chutes sévères des ventes en Espagne (-51,5%) et en Allemagne (-31,1%) et de moindres reculs enregistrés en Italie (-14%) et en France (-5,8%). En Allemagne, la fermeture des commerces non-essentiels explique ce plongeon des ventes de véhicules neufs, tout comme en Espagne où les magasins non-essentiels

doivent rester fermés le week-end et les déplacements sont réduits drastiquement dans certaines régions.



✓ Notre opinion – Ce nouveau recul des immatriculations de véhicules neufs en zone euro est le contrecoup du durcissement des conditions d'ouverture des points de vente et de déplacements des personnes en janvier. Il vient peser sur une activité déjà durement touchée l'an dernier et qui n'avait pas encore retrouvé ses niveaux d'avant-crise. La poursuite de son redressement s'avère plus délicate encore, en raison des craintes liées à la propagation des nouveaux variants qui justifient davantage de précautions dans le relâchement des mesures sanitaires décidées.

Espagne : élections au Parlement de Catalogne

Ni la pandémie de coronavirus ni le ralentissement économique qui en a résulté n'ont permis de prédire à quoi ressemblerait la scène politique catalane après les élections régionales de dimanche dernier. Les sondages, qui ont enregistré une faible participation électorale en raison de la crise sanitaire actuelle, ont vu le Parti socialiste catalan (PSC) victorieux, avec son candidat, l'ancien ministre de la Santé Salvador Illa, remportant le plus grand nombre de voix et 33 sièges à l'assemblée régionale. Mais il ne suffisait pas de vaincre les partis indépendantistes pro-catalans, qui sont sortis du vote dans une position plus forte.

Le parti de la gauche républicaine catalane (ERC) a également remporté 33 sièges, tandis que *Junts per Catalunya* (Ensemble pour la Catalogne) en a obtenu 32. Avec le soutien du parti d'extrême-gauche indépendantiste Candidature d'unité populaire (CUP), qui a remporté neuf sièges au parlement régional, les trois partis pourront renouveler leur précédent pacte et dépasser les 68 voix nécessaires à une majorité absolue et former ainsi un gouvernement. Si un tel accord est conclu, la nouveauté sera toutefois qu'ERC dirigera la coalition plutôt que *Junts*.

Le candidat du PSC, Salvador Illa, a été choisi grâce à sa notoriété et à l'approbation des électeurs, après

un an en charge de la réponse du gouvernement central à la pandémie de coronavirus. Il a réussi à attirer non seulement une bonne partie des électeurs anti-indépendance qui avaient opté pour *Ciudadanos* lors des derniers scrutins régionaux en 2017, mais aussi ceux qui voulaient passer à autre chose après dix ans de campagne pour l'indépendance, avec en point d'orgue en 2017 un référendum sur la sécession de l'Espagne et l'adoption d'une déclaration unilatérale d'indépendance au Parlement régional.

Le succès de l'extrême-droite Vox, qui est maintenant le quatrième plus grand groupe du Parlement catalan, a été particulièrement noté dans les résultats. Le parti a connu un succès similaire au niveau national et est actuellement la troisième force plus importante de la chambre basse du Parlement espagnol.

Après avoir remporté le plus grand nombre de sièges aux élections de 2017, *Ciudadanos* a vu son soutien électoral s'effondrer, ne remportant que six sièges. Le Parti populaire conservateur (PP), quant à lui, a également perdu des sièges et s'est retrouvé avec seulement trois sièges – un de moins que ce qu'il avait en 2017. Finalement, la branche catalane de *Podemos* a conservé ses huit sièges.

✓ Notre opinion – Sur la base de ces résultats, les partis indépendantistes pourraient à nouveau former un gouvernement. Mais le PSC pourrait également essayer de conclure un accord avec *Podemos* et ERC, formant ainsi un bloc de gauche (le gouvernement central de Madrid est une coalition du PSOE et de *Podemos*, et gouverne en minorité grâce au soutien de plusieurs autres groupes, dont ERC). Si le bloc indépendantiste conclut un accord, l'ERC serait à sa tête, succédant à *Junts per Catalunya*, qui avait remporté le plus de sièges en 2017. Cela permettrait à l'ERC de définir l'ordre du jour du prochain mandat politique, l'éloignant de l'approche unilatérale de l'indépendance définie par le chef de *Junts* et par l'ancien Premier ministre régional, Carles Puigdemont.

Une nouvelle édition de l'administration sortante dépendra de la question de savoir si ERC et *Junts* parviendront à s'entendre sur un message commun en termes d'indépendance. *Junts* a accusé ERC d'avoir abandonné la lutte pour l'indépendance, après avoir embrassé des voies politiques plus pragmatiques, tandis que ERC a accusé *Junts* de vouloir aller au bout de ses objectifs, sans compter sur un soutien suffisant de l'électorat. Pour la première fois dimanche, les partis catalans en faveur de l'indépendance ont réussi à obtenir plus de 50% des voix, mais le taux de participation était très faible, à seulement 54%. La réalité est que les partis indépendantistes ont réussi à dépasser 50% des voix avec 630 000 voix de moins que lors des élections de 2017, et avec le soutien de seulement 26% des électeurs potentiels.

Italie : le gouvernement Draghi

L'actualité politique aura été dense pendant la semaine qui s'est écoulée. Vendredi 12 février, le nouveau Premier ministre a présenté son équipe gouvernementale, une équipe qui semble tout aussi politique que technique. Le gouvernement Draghi sera composé de vingt-trois ministres, dont quinze issus des partis qui représentent les différentes couleurs qui composent l'unité nationale. Quatre ministres sortants du gouvernement Conte et appartenant au M5S ont été reconduits dans le nouvel exécutif¹. Le Parti démocrate conserve trois portefeuilles, tandis que *Forza Italia*² et la Ligue³ en obtiennent trois chacun. Roberto Speranza de *Leu* reste à la santé (Santé) et la ministre sortante d'*Italia Viva*, Elena Bonetti, à l'origine de la discorde retrouve son poste à l'Égalité des chances et à la famille.

Pour compléter cette équipe politique, Mario Draghi a fait appel à huit « techniciens ». Excepté Luciana Lamorgese qui conserve son portefeuille à l'Intérieur, tous les ministres techniques sont de nouveaux venus, dont de grands commis de l'État tels que Daniele Franco, directeur général de la Banque d'Italie depuis janvier 2020, qui prend en charge le ministère de l'Économie et Marta Cartabia, présidente de la Cour constitutionnelle, qui a été nommée à la Justice. D'autres noms, non moins

connus, seront en charge des deux grands portefeuilles que sont la transition écologique et le numérique. Ainsi, Roberto Cingolani, physicien connu comme l'homme aux cent brevets, sera en charge des questions d'environnement, tandis que Vittorio Colao, ancien directeur de Vodafone et auteur du rapport sur l'initiative pour la relance italienne 2020-2022, sera en charge du numérique.

Enfin, Enrico Giovannini, économiste et statisticien spécialisé sur les questions de développement durable, a été nommé à l'Infrastructure et aux transports, tandis que Patrizio Bianchi et Cristina Messa seront en charge de l'Éducation et de l'Université.

Mercredi 17 février, Mario Draghi a obtenu la confiance du Sénat, sans pour autant battre le précédent record de majorité obtenu par Mario Monti. Après une longue journée parlementaire, le nouveau Premier ministre a obtenu 262 votes en faveur du gouvernement, 40 contre, principalement dans les rangs *Fratelli di Italia*, auxquels s'ajoute quinze sénateurs du M5S et deux abstentions. Une large majorité que l'on retrouve également lors du vote à l'assemblée jeudi 18 février, avec 535 votes pour, 56 contre et 5 abstentions.

✓ Notre opinion – *Après le passage réussi devant les chambres, cette équipe de ministres mixte aura pour mission d'épauler Mario Draghi dans la difficile mission qui lui a été confié : sortir l'Italie de la crise sanitaire, tout en posant les premiers jalons du changement structurel impulsé par le plan de relance. Une politique dont les grandes lignes ont été soulignées par le discours de politique générale de Mario Draghi devant les sénateurs jeudi 17 février. La sortie de la crise sanitaire figure en premier lieu, avec un accent mis sur la campagne vaccinale, dont les ramifications laissent à penser qu'elle devrait dessiner une réforme plus en profondeur de l'accès aux soins, en particulier concernant la médecine de proximité. Ce préambule à toute politique de relance devrait s'appuyer sur les grands axes définis par le gouvernement précédent qui resteront la transition écologique, l'innovation, la numérisation, la compétitivité, l'équité sociale, de genre, générationnelle et territoriale, ainsi que la culture.*

¹ Luigi Di Maio (toujours en charge des Affaires étrangères), Stefano Patuanelli (de ministre du Développement économique à celui en charge des Politiques agricoles), Federico D'Incà (toujours en charge des relations avec le Parlement), Fabiana Dadone (de ministre pour l'Administration publique à celui de Politiques de la jeunesse)

² Mara Carfagna (Sud et cohésion), Renato Brunetta (Administration publique), Maria Stella Gelmini (Autonomies).

³ Dont Giancarlo Giorgetti au Développement économique

Royaume-Uni

Royaume-Uni : hausse encore timide de l'inflation en janvier

Le taux d'inflation CPI (variation sur un an de l'indice des prix à la consommation) a surpris très légèrement à la hausse en janvier remontant à 0,7%, contre une prévision de 0,6% pour le consensus et pour celle de la Banque centrale d'Angleterre (Crédit Agricole : 0,7%), après 0,6% en décembre. L'inflation sous-jacente mesurée par l'indice CPI hors énergie, produits alimentaires, alcool et tabac a été stable à 1,4%.

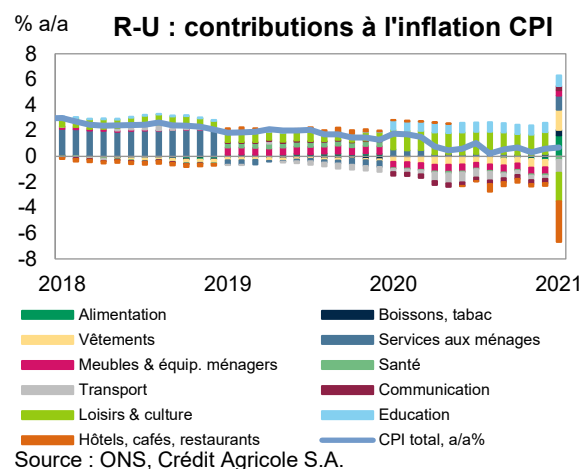
Hausse des prix de l'énergie et de l'alimentation

La forte progression des prix du pétrole (+8% du cours du Brent exprimé en livres sterling sur le mois) a conduit à un rebond de l'indice des prix de l'énergie de 1,1%. Les prix des produits alimentaires ont aussi progressé de 1% sur le mois, un plus haut depuis janvier 2014. En contrepartie, des baisses des prix des services de transport et voyage (-0,9%), des services de communication (-0,3%) et des biens industriels hors énergie (-1,2% sur le mois) ont plus que compensé les hausses des composantes non-sous-jacentes. En conséquence, l'indice CPI a baissé de 0,2% en variation mensuelle.

Des poussées inflationnistes circonscrites

L'examen des sous-indices CPI en variation sur un an montre quelques surprises à la hausse. Tout d'abord, une forte accélération du taux d'inflation dans les prix de l'ameublement et d'équipements ménagers (à +1%, après -0,7% en décembre) qui s'explique probablement par une demande plus soutenue en lien avec les effets de la pandémie sur les comportements d'achat. Plus curieusement, on observe une accélération également des prix dans les hôtels, cafés et restaurants (taux d'inflation à 1,1%, après 0,1% en décembre), mais cela semble dû à des effets statistiques : en raison du confinement national entré en vigueur en janvier, une grande partie des prix dans la catégorie hôtels et restaurants n'était pas disponible et l'ONS a dû procéder à des ajustements en appliquant les taux de croissance de l'indice CPI total, ce qui a eu pour effet d'augmenter artificiellement le taux d'inflation dans cette rubrique. La hausse des prix des produits alimentaires et des boissons non-alcoolisées sur le mois de janvier (contre une baisse en janvier 2020) a conduit à une accélération de leur taux d'inflation (à -0,7%, après -1,4% en décembre). Il y a eu également une accélération du taux d'inflation dans le transport (à 2,1%) attribuée aux prix des services de transport et aux prix des véhicules de transport.

Dans la direction opposée, un recul substantiel des prix des vêtements (à -3,4%, après -1,8% en décembre) a largement contribué à annuler les contributions positives des facteurs susmentionnés. Il convient de noter que l'inflation des prix des vêtements a contribué négativement au taux d'inflation total depuis 2018, et la pandémie n'a fait qu'accentuer ce phénomène (la contribution de cette catégorie au taux d'inflation a été de -0,6 point de pourcentage en moyenne par mois depuis mars 2020).



La hausse du coût de l'énergie fait s'emballer les prix à la production

Si l'accélération des prix à la consommation est restée limitée en janvier, les prix des matériaux et des carburants utilisés dans la production manufacturière (prix des *inputs*) montrent quant à eux clairement un fort rebond : le taux d'inflation PPI a progressé à 1,3% depuis 0,6% en décembre. Il s'agit du deuxième mois consécutif en territoire positif après dix mois d'inflation négative entre février et novembre 2020. C'est en dépit d'une appréciation du taux de change de la livre sterling (+1,3% en termes effectifs en janvier) qui a pesé sur l'inflation des *inputs* importés (matériaux et pétrole). Le plus gros contributeur au rebond de 0,7 point de pourcentage (pp) de l'inflation PPI en janvier a été le prix du pétrole (0,4 pp), suivi par les prix des métaux et des minerais non-métalliques (0,2 pp) et les produits chimiques (0,1 pp). L'inflation des prix des *outputs* reste négative à -0,2%, mais en hausse depuis -0,5% en décembre.

✓ Notre opinion

Faisons un point sur l'impact de la pandémie sur l'inflation britannique

La pandémie a, du moins jusqu'à présent, eu un impact désinflationniste moins fort que la chute du PIB et la hausse associée des capacités non utilisées pouvaient le suggérer. L'inflation CPI est passée de 1,7% en février à un plus bas à 0,2% au mois d'août, certes très en-dessous de la cible d'inflation de 2% de la BoE mais toujours en territoire positif et s'inscrivant en hausse depuis. Le dernier rapport de politique monétaire de la BoE a présenté une analyse intéressante des facteurs qui permettent d'expliquer cette rigidité de l'inflation.

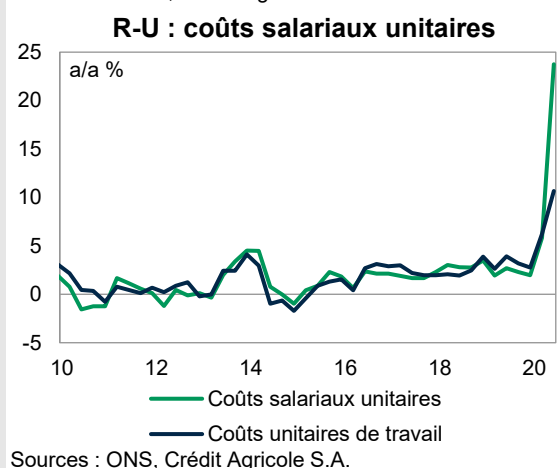
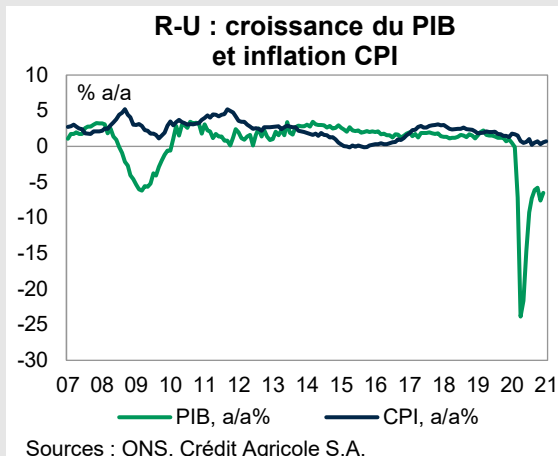
La baisse de l'inflation s'explique principalement par des facteurs exogènes et temporaires. En premier lieu, il s'agit de la baisse du cours du pétrole (-85% entre le pic en janvier et le plus bas en avril), mais aussi de l'électricité, du gaz et des carburants. Selon la BoE, la chute des prix de l'énergie a soustrait environ 0,6 pp au taux d'inflation depuis avril en moyenne. Un autre facteur est lié aux mesures mises en place par le gouvernement pour soutenir le secteur de l'hôtellerie et la restauration. Il s'agit de la réduction de la TVA (passant de 20% à 5% en juillet) qui selon la BoE a pesé pour 0,2 pp au taux d'inflation en moyenne depuis août. Le retour à une TVA de 20% en avril 2021 devrait avoir l'effet opposé. On estime par ailleurs que le dispositif Eat Out to Help Out a soustrait 0,4 pp à l'inflation en août, sans toutefois avoir d'effet par la suite.

Par rapport à l'inflation totale, la baisse de l'inflation sous-jacente a été plus limitée (-0,3 pp entre février 2020 et janvier 2021 à 1,4% pour le CPI hors énergie, alimentation, alcool et tabac). Selon la BoE, la baisse de la TVA serait le principal facteur derrière cette modération de l'inflation sous-jacente : hors impact de la TVA, l'inflation sous-jacente serait relativement stable. Cette stabilité reflète des tendances divergentes entre les prix des services et ceux des biens : alors que l'inflation des services (indice CPI services hors éducation, taxes aériennes, voyages à forfait) a baissé, en raison d'une demande plus faible, celle des biens (hors énergie, alimentation, tabac) a accéléré.

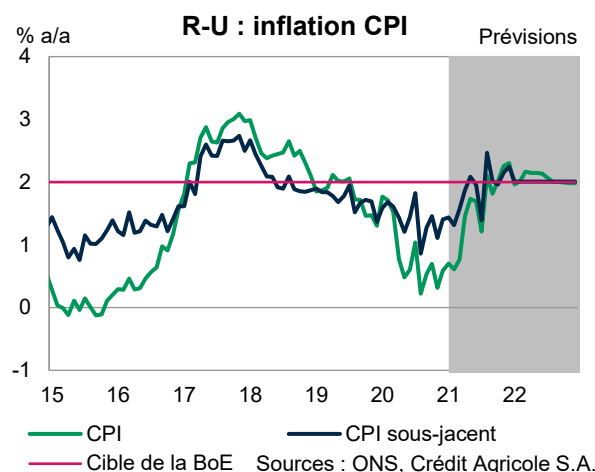
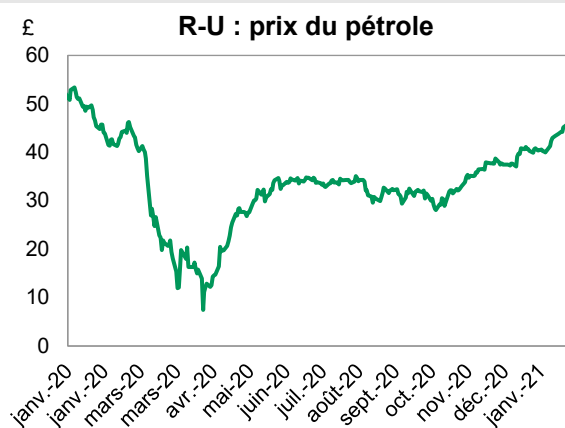
Du côté des facteurs fondamentaux influençant l'inflation sous-jacente, notamment les capacités non-utilisées sur le marché du travail, leur impact semble plus faible qu'en temps normal. Il y a plusieurs raisons à cette rigidité à la baisse des prix : une faible élasticité-prix de la demande, lorsque celle-ci est déjà fortement détériorée, une situation financière dégradée des entreprises, des coûts fixes les empêchant de baisser les prix, un déséquilibre offre-demande faisant monter les prix dans des secteurs ayant connu une hausse de la demande (par exemple les prix des véhicules d'occasion). Mais, facteur le plus important pour l'inflation sous-jacente, les coûts unitaires de travail (coût moyen du travail par unité produite) ont augmenté fortement (+5% sur un an au T3-2020 selon la BoE, après correction des effets du dispositif du chômage partiel). En effet, si les coûts des inputs ont baissé, ainsi que l'emploi (-1,7% entre février et novembre) et les pressions salariales se sont modérées, ces baisses ont été bien moins prononcées que celle de la demande, donnant lieu à une envolée des coûts unitaires de production.

L'inflation devrait dépasser la cible de 2% plus tard cette année

Encore timide en ce début d'année, l'inflation devrait accélérer fortement au deuxième trimestre (à 1,6% en moyenne sur le trimestre). Les raisons sont encore une fois exogènes : des effets de base sur les prix de l'énergie (les baisses de l'année dernière disparaissant du calcul du glissement annuel), la hausse récente du prix du pétrole (conduisant à des hausses des prix administrés) et le rétablissement en avril de la TVA à 20% dans le secteur de la restauration. L'inflation devrait atteindre la cible de 2% au cours de l'été et terminer l'année légèrement au-dessus de la cible (à 2,2% au T4). Étant donné le caractère temporaire de ces facteurs, cette hausse de l'inflation ne devrait pas avoir d'implications pour la conduite de la politique monétaire de la BoE.



Début 2022, la dissipation de ces facteurs devrait faire cristalliser le « vrai » impact de la pandémie sur les pressions inflationnistes sous-jacentes. Dans un contexte de taux de chômage encore élevé, elle devrait provoquer une nouvelle baisse de l'inflation, ce qui pourrait raviver la probabilité de taux négatifs. En même temps, la reprise de la demande et la baisse concomitante des capacités non utilisées devraient exercer des pressions à la hausse sur les prix. On prévoit ainsi que l'inflation CPI restera proche de la cible, voire légèrement supérieure à celle-ci. En supposant que la BoE a raison dans ces anticipations d'une baisse graduelle du taux de chômage à partir du T3-2020 et d'un output gap redevenant positif début 2022, une baisse de taux ne devrait voir le jour que si les anticipations d'inflation à moyen terme décrochent fortement.



Pays émergents

Moyen-Orient et Afrique du Nord

Algérie : une année économique 2020 très difficile et un redressement en 2021 encore incertain

L'épidémie de coronavirus a été relativement circonscrite en Algérie avec 100 000 contaminés et 3 000 morts seulement. Après un petit pic fin novembre, la pandémie semble désormais bien contenue. L'absence de flux touristiques a pu éventuellement servir d'élément protecteur pour le pays. Mais les mesures sanitaires, les confinements successifs et la faiblesse des prix du pétrole (42 dollars par baril) sur l'ensemble de l'année ont eu des effets très dommageables sur l'économie algérienne, profondément rentière.

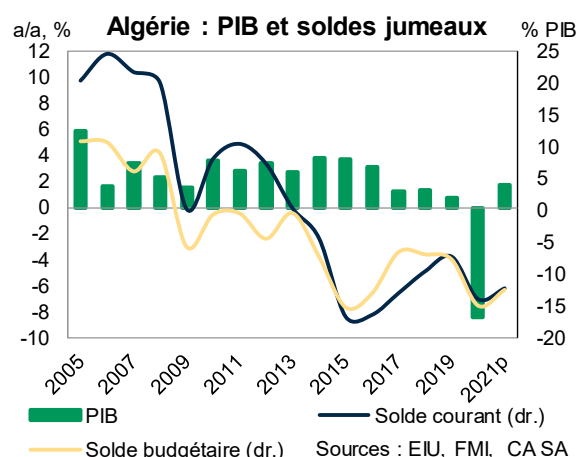
Les effets combinés de la baisse des volumes d'hydrocarbures produits en 2020 (-9%), liée à celle des prix (-35%), ont fortement contracté le PIB pétrolier, tandis que le PIB hors pétrole devrait également connaître une récession. L'ensemble des composantes de la croissance est en territoire négatif : la consommation des ménages et celle des entités gouvernementales devraient se contracter de 7%, de même que la production industrielle ; tandis que la chute des investissements et des exportations pourrait, pour sa part, dépasser les 13% sur l'année 2020. Au total, la récession devrait donc dépasser les 8%, bien au-delà de la moyenne des pays du Moyen-Orient et de l'Afrique du Nord qui devrait s'établir à 5%. Après une année 2019 déjà médiocre avec seulement 0,8% de croissance du PIB, il s'agirait alors d'une contre-performance imputable à l'absence de diversification économique et donc due de la trop forte dépendance à la rente pétrolière et gazière.

Cette forte récession va entraîner un creusement des déficits budgétaire et courant qui devraient presque retrouver les niveaux très bas de l'année 2015, au plus fort des effets de la chute du prix du pétrole. Avec plus de 11% du PIB à la fois pour le déficit budgétaire et le déficit courant, l'Algérie se situera dans la fourchette très haute des déséquilibres macro-économiques de la région.

Comme au cours des années passées depuis 2014, l'impact mécanique sera constaté tout d'abord sur la hausse de la dette publique qui devrait progresser de 46% à 60% du PIB, une hausse de 14% elle aussi supérieure à la moyenne régionale (10%), mais inférieure à celle des pays d'Europe (environ 20%). Ensuite, et en l'absence de dette externe, le déficit

courant s'est d'ores et déjà traduit par une chute des réserves en devises qui se sont établies à 48,9 milliards de dollars fin 2020, une chute de 14,4 milliards de dollars, soit de 23% par rapport à fin 2019. Elles représentent toutefois toujours un tiers du PIB à fin 2020.

Ces déséquilibres très profonds ont eu évidemment un impact sur le change. Au cours de l'année 2020, la valeur du dinar algérien s'est déprécié de 11% par rapport au dollar américain (sa devise de référence compte tenu de son économie pétrolière) et de 21% par rapport à l'euro qui, lui, s'est réapprécié par rapport à la devise américaine. La Banque centrale devrait continuer d'essayer de contenir la baisse du change pour éviter de l'inflation importée.



La hausse des prix du pétrole entre 50 et 60 dollars le baril en début d'année 2021 est une bonne nouvelle pour l'Algérie et alimente, avec la poursuite des vaccinations, les espoirs de redressement de la croissance à environ 3% en 2021. Malheureusement, les incertitudes sur l'atténuation rapide de la pandémie et la pérennité de la hausse des prix du pétrole laissent planer des doutes sur la vigueur de la reprise. De plus, celle-ci ne sera pas suffisante pour faire baisser significativement les déficits jumeaux. L'Algérie devrait donc connaître encore des années d'incertitude économique et de hausse de son endettement public, tant que son modèle d'économie rentière restera aussi inadapté à la situation actuelle.

 **Notre opinion** – Compte tenu du Hirak (les mouvements populaires qui demandent un changement de régime politique depuis deux ans), la situation sociale et politique n'est pas favorable à la mise en œuvre de mesures impopulaires qui demandent des sacrifices à la population. D'autant que le chômage devrait augmenter à 13,6% en 2020, en raison de la crise. C'est pourtant sur le front des réformes de structure que le gouvernement devra s'atteler pour améliorer significativement la compétitivité de l'économie hors pétrole, réduire l'économie informelle et créer un environnement favorable au développement de l'entreprise privée. Des conditions nécessaires à un développement économique plus équilibré.

Arabie saoudite : des règles de commerce plus contraignantes

Les autorités demandent aux entreprises étrangères d'établir leur siège régional (c'est-à-dire parmi les pays du CCG) en Arabie afin de pouvoir commercer avec les entités étatiques saoudiennes. Elles disposent d'un délai de trois ans pour s'y conformer (échéance 2024). Selon la presse citant des brochures du ministère de l'Investissement, des incitations fiscales et financières seraient offertes aux entreprises étrangères comme l'exemption de l'impôt sur les sociétés ou des primes à l'embauche

de Saoudiens. Par ce procédé, les autorités saoudiennes pensent favoriser la diversification de l'économie inscrite dans son programme de développement Vision 2030 et ainsi créer des dizaines de milliers d'emplois pour les jeunes Saoudiens. Selon elles, vingt-quatre multinationales auraient récemment annoncé que leur siège social régional serait ouvert ou transféré à Riyad. La liste n'est pas disponible.

✓ Notre opinion – Actuellement, l'environnement des affaires est nettement de meilleure qualité à Dubaï ou Abu Dhabi qu'à Riyad. Cette annonce peut donc être clairement perçue comme une concurrence frontale envers les Émirats et notamment Dubaï. Ces derniers ont officiellement réagi en précisant que « l'attraction coercitive » ne fonctionne pas. On ignore encore comment la législation saoudienne pourra tenir compte de ces nouvelles dispositions.

Europe centrale et orientale, Asie centrale

Russie : résiliente, immobile, et « resoviétisée » ?

Tandis que la seconde vague sanitaire, qui a été bien plus violente qu'en mai, est tout juste en train de se résorber et que les mesures de contrôle commencent à se détendre, les chiffres 2020 de la croissance russe ont confirmé une récession limitée à -3,1%. C'est beaucoup mieux que ce que prévoyaient les institutions internationales et c'est même mieux que les prévisions du gouvernement.

Une crise moins forte qu'en 2015 et en 2009

Donc pour l'instant, la Russie s'en sort bien, comparée par exemple à la moyenne des pays du même groupe dans la notation souveraine de Fitch, où la chute de croissance est de -6,9%. Cela se confirme : le choc Covid est moins fort que les crises de 2009 et 2015. D'ailleurs, même la chute de l'investissement, qui est tout de même de 6,2% en rythme annuel, marque une rupture moins nette qu'en 2015 (-10%) ou en 2009 (-14,5%). En revanche, la baisse de la consommation privée (-8,6%) est à peu près équivalente à celle de 2015.

Un profil souverain toujours solide

Autre atout de la Russie qui se confirme en cette période de bilan annuel : le profil souverain reste bon, pour la solvabilité comme la liquidité.

La dette publique est de l'ordre de 20% du PIB et les réserves seraient les quatrièmes plus importantes au monde, à 590 milliards de dollars. Par ailleurs, elles sont gérées de façon beaucoup plus « géostratégiques » que dans la plupart des autres pays, composées à 30% par de l'euro, 23%, par de l'or, 22%, par du dollar, et 12% par du yuan... En fait, il suffit de regarder la composition des réserves pour comprendre le poids de la géopolitique dans la stratégie économique de ce pays !

Au total, cela représente à peu près 40% du PIB et même si l'on est loin des 107% de Singapour, un tel coussin de liquidité a de quoi rassurer les investisseurs – d'autant que dans un contexte de prix du pétrole plus élevé que le seuil fixé par la règle fiscale, à 40 dollars, on peut anticiper une augmentation des réserves. Selon Fitch, la liquidité russe s'élève donc à 17,4 mois d'importations, contre une moyenne de 8,7 pour les pays de même notation.

Une réserve néanmoins à ce bilan souverain : ne jamais sous-estimer la part du « quasi souverain », potentiellement importante (et moins visible) dans un pays où l'État compte pour 33% du PIB et 69% des actifs bancaires. La capillarité entre secteur public et secteur privé est forte et s'il y a des risques financiers, c'est de là qu'ils viendront. De nombreuses régions ont d'ailleurs une solvabilité qui se dégrade, et si les trois agences de *rating* conservent des perspectives stables pour le souverain russe, l'*outlook* négatif que Moody's met sur les régions souligne la situation plus contrastée de l'espace russe. Cela dit, le choc épidémique a été plus fort dans les grandes villes urbaines, ce qui tendrait plutôt à résorber les inégalités régionales.

Des tensions inflationnistes, mais une grande crédibilité de la Banque centrale

Un bilan souverain n'est vraiment bon que si la politique économique est crédible. Or justement, la crise a renforcé la confiance des investisseurs dans le pilotage de la politique économique, surtout de la politique monétaire – confiance à peu près partagée par la population russe, qui n'a pas converti ses dépôts en dollars l'an dernier (mais les sorties de capitaux ont été de 48 milliards de dollars...).

Certes, l'inflation est plus élevée que prévu depuis décembre (5,2% en janvier), mais pour des raisons

conjoncturelles, notamment des hausses de prix alimentaires. Sans grand risque de contagion à la structure des prix. La Banque centrale a réagi avec la fin de son cycle de baisse des taux (à 4,25% depuis juillet). Mais la hausse des prix devrait revenir vite sous l'objectif, sans doute dès la fin 2021. Face aux ruptures structurelles énormes que vivent d'autres pays, la petite histoire de la forte inflation russe semble gérable...

Des banques fragilisées, mais qui résistent

Quant aux banques, même si le niveau de créances douteuses (estimé entre 10 et 12% selon les sources) est plus élevé que dans la moyenne des pays émergents, elles seraient provisionnées à près de 90% selon le FMI. Les agences de notation estiment qu'elles sont bien capitalisées, avec une liquidité correcte. À ce jour, il n'y a donc pas de risque systémique apparent dans un secteur où la Banque centrale avait par ailleurs fait le ménage (500 établissements fermés en quelques années). Cela dit, si l'économie russe a des failles, cela se verra d'abord dans le secteur bancaire.

Reste le déficit budgétaire. Là encore, le déficit de l'ordre de -5% (en niveau global) est moins large que dans d'autres pays. Et même si le président Poutine est tenté d'annoncer en mars une aide budgétaire dans un contexte social tendu (qui plus est, avec des élections législatives en septembre), cela ne devrait pas créer une rupture dans le bilan conjoncturel russe. Peu d'analystes doutent aujourd'hui que le retour à l'orthodoxie budgétaire ne reste dans les priorités d'un gouvernement contraint, à cause des sanctions internationales, à l'autonomie financière...

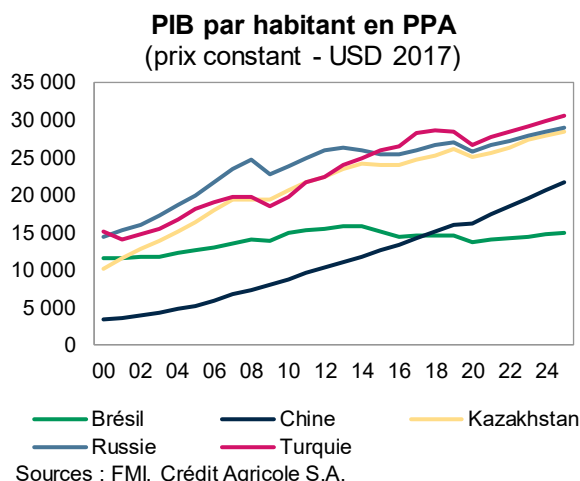
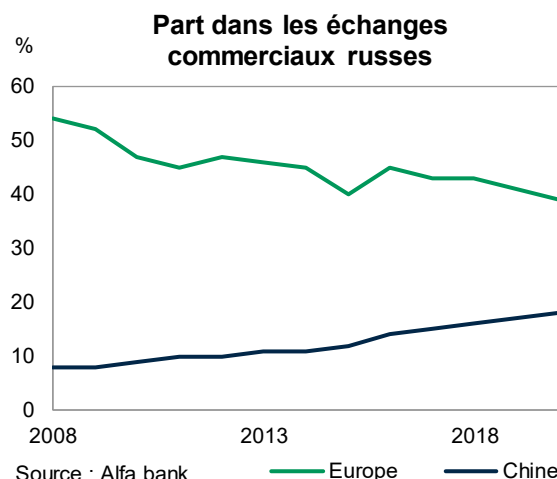
La Chine à la rescousse ?

Il faut dire aussi que la Russie a eu de la chance, car cette récession contenue tient beaucoup à la structure de la croissance, avec une part contenue des PME dans le PIB (de l'ordre de 20% du PIB). Et puis, il y a eu deux bonnes surprises sur les comptes extérieurs, avec un report des dépenses touristiques vers la consommation intérieure, et une augmentation des exportations de blé. Au final, le solde courant est donc resté positif, à 2% du PIB, et l'augmentation régulière de la part de Pékin dans les ventes va permettre à Moscou de profiter de la croissance chinoise.

Alors, où est le problème ?

Comme partout, la crise renforce les contraintes qui pesaient sur les économies avant la Covid. En Russie, ces dernières paralysent peu à peu la croissance, et la progression des revenus n'a plus rien à voir avec ce que les Russes ont connu dans les années 2000. Certes, le PIB par habitant reste le plus élevé des BRICs, mais la sensation de l'appauvrissement est forte. Les dix dernières années de bouleversements politiques dans le monde sont là

pour nous rappeler à quel point la perception des inégalités et de la corruption est un facteur puissant politiquement.



Surtout, les structures politiques et économiques étouffent de plus en plus les gains de productivité : la part de l'État dans l'économie et la concentration du pouvoir politique se sont accrues (ce à quoi s'ajoute le poids de la bureaucratie, mais que dire là-dessus, car ce problème date... du XIX^e siècle !).

À cela s'ajoute le risque géopolitique qui augmente, avec l'affaire Navalny, et qui pèse de plus en plus sur les anticipations. Les marchés ont bien compris, avec l'arrivée de Biden et le vote en décembre d'une loi permettant à l'Europe de prendre des sanctions sur ce thème, que les Droits de l'homme allaient remplacer le régime des tweets. Tout cela couplé de surcroît aux signaux d'affaiblissement du pouvoir russe⁴.

Aujourd'hui, le marché perçoit la question des sanctions comme l'une des principaux risques pour la Russie, et le rouble est l'une des monnaies émergentes où la prime de risque géopolitique est la plus forte. Quant à la notation souveraine, Fitch signale que l'*investment grade* est difficile quand les financements externes en dollars sont contraints (bien

⁴ Cf. [Êtes-vous Biden ou Bollywood ?](#) – 17 février 2021

que l'émission en euro de novembre s'est bien passée).

Tout converge donc pour entretenir la faiblesse de l'investissement, qui est déjà le talon d'Achille chronique de ce pays, situé entre 20 et 24% du PIB, là où il devrait être à 30% au regard du déficit d'infrastructures. Avec la démographie, c'est la cause de la faiblesse d'une croissance potentielle ramenée à 1,2%, selon Standard and Poor's. On comptait sur les treize grands projets nationaux pour casser cette logique de sous-investissement, mais la crise a repoussé cette perspective.

La « resoviétisation » ?

À la sortie 2020, la Russie apparaît donc comme un pays résistant mieux aux chocs, mais qui s'affaiblit politiquement, et dont l'économie, encore plus

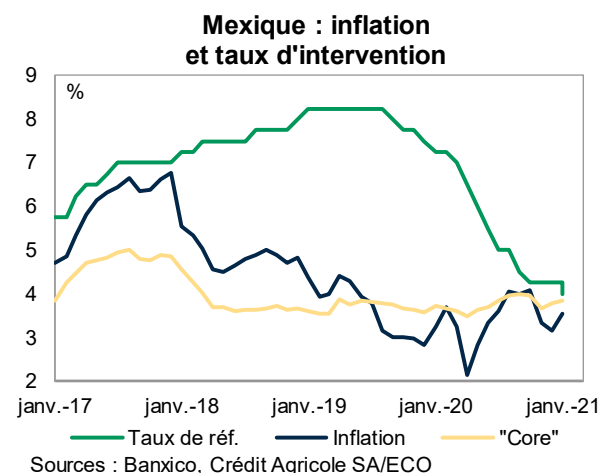
resserrée autour de l'État, est toujours aussi peu capable de produire de l'investissement.

C'est un pays où la Banque centrale accumule des liquidités, mais où les classes moyennes s'appauvrissent (le taux de pauvreté est estimé à 13,5% par le FMI). C'est un pays qui peine à répondre à la demande et la substitution aux importations semble à présent stoppée. Selon une étude d'Alfa bank, la part des biens importés est de 27% dans la consommation alimentaire et de 39% dans le total du commerce. Enfin, c'est un pays où la menace géopolitique est telle qu'elle l'emporte souvent sur les logiques économiques. Cela peut avoir des effets positifs, puisque c'est aussi ce qui explique la priorité donnée à l'indépendance monétaire du pays. Mais cela réactive tous les stigmates soviétiques, encore puissants dans les structures politiques et institutionnelles. La période qui s'annonce pourrait bien avoir comme un petit goût de « Brejnevisation »...

Amérique latine

Mexique : de tristes singularités

La banque centrale (Banxico) a décidé à l'unanimité d'abaisser de 25 points de base son taux directeur à 4%. Banxico note le repli de l'inflation totale depuis octobre (à 3,5% en janvier 2021) et sous-jacente (3,8%), en insistant sur les changements significatifs des prix relatifs générés par la pandémie (pressions à la hausse sur les prix des marchandises et à la baisse sur ceux des services). Les anticipations d'inflation globale pour la fin de 2021 ont été légèrement ajustées à la hausse ; à moyen et long termes, elles sont stables à des niveaux supérieurs à l'objectif de 3%. Banxico souligne, en outre, l'amélioration de l'activité au quatrième trimestre, activité qui reste cependant inférieure au niveau pré-crise dans un environnement incertain où prévalent les risques à la baisse.



☑ Notre opinion – *S'il ne fallait retenir qu'un terme dans le compte-rendu évidemment « pudique » de Banxico, ce serait celui de risque (incertitude ou défi seraient également appropriés). Comme c'est généralement le cas, les prévisions d'inflation sont entourées de risques dont l'équilibre est incertain : risques baissiers (impact d'un écart de production plus négatif ou de mesures de distanciation sociale plus importantes, pressions inflationnistes internationales plus faibles, appréciation du peso) et haussiers (pressions inflationnistes liées à la recomposition des dépenses, épisodes de dépréciation du change, diverses pressions liées aux coûts pour les entreprises).*

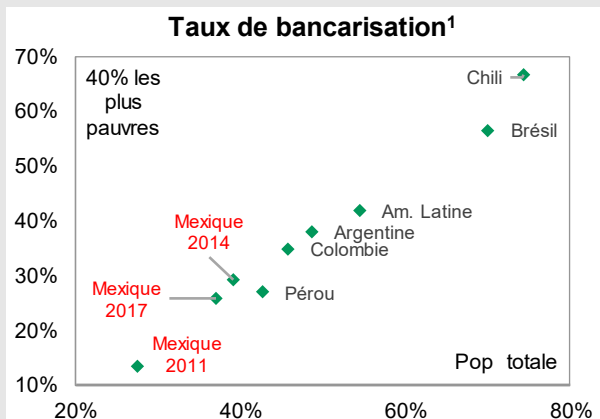
Plus généralement, il est précisé que les risques d'inflation, d'activité économique et de marchés financiers posent des défis majeurs pour la politique monétaire. À cet égard, il est nécessaire de permettre un ajustement ordonné qui autorise une modification des prix relatifs, sans affecter le processus de formation des prix et les anticipations d'inflation. La tâche promet donc d'être ardue.

Au-delà du rebond passager de l'inflation attendu au deuxième trimestre de l'année (effets de la baisse des prix de l'énergie de l'année passée), l'inflation sous-jacente, jauge la plus pertinente, devrait être d'environ 3% à partir du troisième trimestre. En dépit de la prudence historique de Banxico, un léger assouplissement supplémentaire est envisageable : on peut cependant douter de sa capacité à stimuler une économie languissante, privée de soutiens budgétaires et, plus généralement, sous-bancarisée.

Au quatrième trimestre 2020, le PIB a augmenté de 3,1% (variation trimestrielle) ce qui porte le recul sur un an à 4,6% et la chute moyenne sur l'année à 8,3%. La reprise amorcée au troisième trimestre 2020 s'est prolongée à un rythme plus modeste. Le panorama sectoriel de fin 2020 est très contrasté : amélioration de la production industrielle (en particulier du secteur manufacturier profitant de la meilleure santé des États-Unis) et des services, poursuite du repli de la construction.

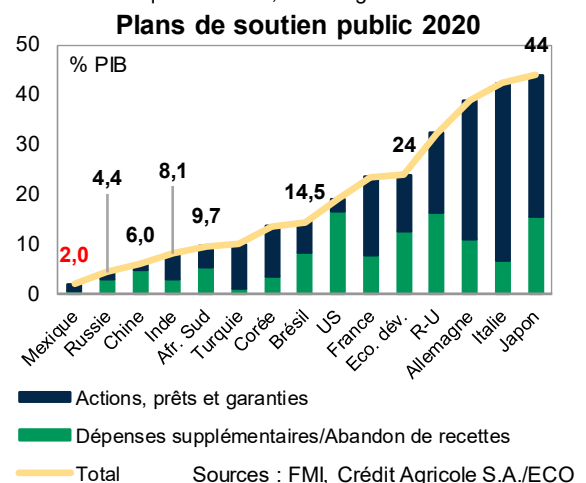
La réintroduction de nouvelles mesures de distanciation mi-décembre suggère un fléchissement de la reprise (déjà visible sur les chiffres de décembre). La croissance pourrait s'établir autour de 3,5% seulement en 2021 : une prévision décevante qui n'invite cependant pas le gouvernement à se montrer plus actif alors que la pandémie n'est toujours pas sous contrôle. En optant pour une stratégie (inefficace) visant à éviter la hausse de l'endettement public, il s'est déjà singularisé en 2020 en limitant son soutien budgétaire à 2% du PIB, une contre-performance proche de celle des pays en développement à bas revenus (1,8% du PIB) et loin derrière l'effort consenti par les économies émergentes à revenu intermédiaire (6,1% du PIB).

Il est donc essentiel que la politique monétaire reste accommodante pour, au moins, alléger le coût de financement du secteur public et des grandes entreprises. Il serait cependant vain d'espérer qu'elle puisse seule stimuler la reprise tant la diffusion de la baisse des taux d'intérêt au coût du crédit est imparfaite et la bancarisation faible. C'est encore un sujet sur lequel le Mexique se distingue défavorablement : les données relatives à l'inclusion financière calculées par la Banque mondiale⁵ sont éloquentes. Seuls 37% des personnes âgées de plus quinze ans ont un compte bancaire. Sans surprise, l'accès aux services bancaires est d'autant plus élevé que les niveaux d'études et de revenus sont eux-mêmes élevés. Alors que les personnes interrogées reconnaissent avoir besoin d'un compte bancaire, les causes de « non-bancarisation » sont la cherté des services financiers (critère décisif), mais également l'éloignement physique des institutions financières, le manque de documentation, de confiance et l'insuffisance des revenus. L'usage d'Internet est croissant, mais reflète (de nouveau sans surprise) la même différenciation sociale. Enfin, alors que les PME fournissent 95% des emplois du secteur privé, peu accèdent au crédit bancaire (un peu moins de 15%). Au même titre que l'informalité, la sous-bancarisation peut donc être ajoutée à la liste des handicaps structurels qui amplifient la crise et limitent l'efficacité des mesures de relance.



¹ Détention d'un compte bancaire par la pop. de + de 15 ans

Sources : Banque mondiale, Crédit Agricole SA/ECO



Sources : FMI, Crédit Agricole S.A./ECO

Afrique sub-saharienne

Situation sanitaire : quel accès aux vaccins pour les pays sub-sahariens ?

La seconde vague épidémique, ayant provoqué plus de 25 000 morts en Afrique du Sud, semble désormais sous contrôle dans le pays : le nombre de contaminations hebdomadaires est retombé sous la barre des 20 000 début février, une première depuis fin novembre. Malgré les craintes provoquées par le variant sud-africain du coronavirus, le gouvernement n'a pas eu à reconfiner strictement le pays. En effet, les mesures en vigueur depuis décembre 2020

correspondent au niveau 3, sur cinq niveaux d'alerte prévus par le gouvernement. Celui-ci a d'ailleurs décidé de la réouverture des frontières terrestres avec les pays voisins.

Malgré cette évolution encourageante, de mauvaises nouvelles sur le front vaccinal, en raison de la propagation d'un variant local, assombrissent le tableau. Les premiers doutes sont apparus avec les résultats d'un test préliminaire, certes restreint, du

⁵ Demirgüç-Kunt, Asli, Leora Klapper, Dorothe Singer, Saniya Ansar, & Jake Hess, 2018, *The Global Findex Database 2017: Measuring Financial Inclusion and the Fintech Revolution*

vaccin Novavax en Afrique du Sud. L'efficacité de celui-ci à prévenir les cas légers ou modérés s'est révélée bien plus faible en Afrique du Sud, où le variant est largement répandu, qu'au Royaume-Uni. Début février, l'Afrique du Sud a reçu ses premières doses de vaccin : un million de doses du vaccin AstraZeneca sur les 1,5 million de doses commandées. Après seulement quelques jours de vaccination, le gouvernement a fait le choix de suspendre l'utilisation de ce vaccin qui manquerait d'efficacité dans la prévention des cas légers et modérés. Peu d'informations sont pour le moment disponibles sur sa capacité à prévenir les cas graves. Le gouvernement envisage désormais d'échanger ses vaccins AstraZeneca avec d'autres pays ou de les revendre. Pour reprendre sa campagne vaccinale et protéger son personnel médical, le pays a passé commande de nouveaux vaccins auprès du laboratoire Johnson & Johnson. L'objectif initial, vacciner 67% de la population (40 millions de personnes) d'ici la fin de l'année, pourrait être compromis par ce retard. Outre ces commandes, le pays peut compter sur l'initiative Covax pour une partie de son approvisionnement (vaccin Pfizer).

Ailleurs en Afrique sub-saharienne, où l'objectif est également de vacciner 60% de la population, la campagne vaccinale démarre très lentement. La plupart des pays recevront leurs premières doses grâce à l'initiative Covax, qui ne leur a, pour le moment, pas livré de vaccins. L'OMS vient tout juste d'accorder une autorisation d'urgence au vaccin AstraZeneca, ce qui devrait déclencher les premières livraisons. En 2021, l'initiative vise la livraison de 600 millions de doses aux pays africains, permettant la vaccination de 20% de la population.

Une autre initiative, l'*African Vaccines Acquisition Task Team* (AVATT), lancé par Cyril Ramaphosa, le

président sud-africain, alors qu'il exerçait la présidence de l'Union Africaine, prévoit de livrer 670 millions de doses entre 2021 et 2022. La répartition des doses doit se faire grâce à l'*Africa Medical Supplies Platform* (AMSP), plateforme permettant aux pays africains de faciliter la commande et l'approvisionnement de matériel médical. Les premières doses commandées (270 millions), ont été financées grâce à une garantie de l'Afreximbank de 2 milliards de dollars.

Néanmoins, les premiers pays africains à recevoir des vaccins sont ceux qui ont bénéficié de l'aide de grandes puissances. Le Zimbabwe a, par exemple, reçu 200 000 doses du vaccin de Sinopharm et la République du Congo s'en est vu promettre 100 000 par la Chine. Maurice a également commencé sa campagne vaccinale, grâce à un don de 100 000 doses fait par l'Inde. Les Seychelles ont également profité de la générosité de l'Inde, mais aussi des Émirats Arabes Unis. Un petit nombre de pays sub-sahariens ont par ailleurs fait le choix de commander leurs propres doses. Le Zimbabwe a passé commande de vaccins chinois. Au Sénégal, où l'apparition du variant anglais ravive les craintes, le gouvernement aurait passé commande auprès de cinq laboratoires, en plus des vaccins attendus *via* Covax.

Côté financement, les pays africains devraient profiter des 12 milliards de dollars mis de côté par la Banque mondiale pour financer l'accès aux vaccins dans les pays pauvres. Selon son président, le financement de la campagne vaccinale de vingt-et-un pays africains est en cours de traitement par l'institution. Au total, celle-ci se serait déjà engagée à 25 milliards de dollars d'aides sanitaires à destination des pays africains, avec 15 milliards de dollars supplémentaires d'ici juin.

☑ Notre opinion – Alors que les pays développés ont désormais bien entamé leur campagne vaccinale et malgré les initiatives multilatérales, en Afrique sub-saharienne, seuls les pays les plus riches (Afrique du Sud) ou stratégiques aux yeux d'autres puissances (Océan indien), ont aujourd'hui le luxe d'avoir commencé à vacciner.

C'est avec ces deux phénomènes à l'esprit que le président français, Emmanuel Macron souhaite proposer aux membres du G7 de transférer 3% à 5% de leurs doses de vaccins aux pays africains. Il souhaite également que le maximum de pays européens se joignent à cette initiative, afin de ne pas laisser les inégalités d'accès aux vaccins se transformer en outil géopolitique aux mains de puissances rivales. La Russie et la Chine, nommément visées, devraient également être invitées à participer à ce mécanisme, dans l'espoir de réduire la dimension bilatérale de leur politique de solidarité vaccinale.

Si pour le moment aucun pays en dehors de l'Afrique du Sud n'enregistre officiellement de seconde vague d'ampleur, le niveau de circulation du virus et ses effets sur la zone sont sujets à débat. Malgré les facteurs démographiques ou climatiques souvent avancés, de nombreuses études suggèrent que le bilan officiel en Afrique (approchant les 100 000 morts) serait largement sous-estimé. Ce manque de visibilité sur la diffusion du virus et de ses variants est un frein à la mobilisation pour la vaccination sur le continent.

Géo-économie

L'arme des terres rares brandie par Pékin ?

Mardi 16 février, le *Financial Times*⁶ a révélé que le ministère de l'Industrie chinois avait consulté en janvier des chefs d'entreprises chinoises pour évaluer jusqu'à quel point les États-Unis pourraient être pénalisés par des restrictions aux exportations chinoises de terres rares. La Commission militaire centrale, présidée par Xi Jinping, déciderait *in fine* d'inscrire les métaux rares sur la liste des produits qui participent à la « sauvegarde de la sécurité de l'État ». Il s'agirait notamment d'évaluer l'impact d'une telle décision sur les sous-traitants américains du secteur de la défense, en particulier sur les fabricants des F-35 américains. Les chasseurs furtifs produits par Lockheed Martin dépendent fortement des terres rares pour un ensemble de composants critiques, dont les aimants, et équiper l'US Air Force. Un rapport du Service de recherche du Congrès estime que chaque F-35 produit, nécessite 417 kg de terres rares.

Un contrôle accru des exportations de terres rares par Pékin pourrait envenimer davantage les relations sino-américaines. Pour la première fois en 2007, Pékin avait fixé des quotas de production de métaux rares, afin de maintenir les prix à un niveau élevé et de réduire la pollution. En 2010, la Chine suspendait ses livraisons de terres rares au Japon en raison d'un différend entre les deux pays. En mai 2019, alors que les États-Unis et la Chine se livraient une guerre commerciale, Pékin menaçait de fermer le robinet.

Mais la Chine s'inquiète également de la tendance suivie en Europe et aux États-Unis, consistant à sécuriser les approvisionnements en terres rares en augmentant la production domestique. Une restriction des exportations de terres rares doit être bien calibrée dans la mesure où elle pourrait s'avérer contre-productive.

D'autant que la prise de conscience est forte aux États-Unis. Le Pentagone s'inquiète de la dépendance américaine à l'égard de la Chine qui contrôle 80% du marché de ces métaux utilisés dans tous les

matériels militaires de pointe, des missiles de précision aux drones. Ellen Lord, sous-secrétaire à la Défense sous l'administration Trump, avait déclaré devant le Congrès, en octobre, que les États-Unis devaient créer des stocks de certains métaux rares et rétablir une capacité de production nationale en raison de leur « réelle vulnérabilité » à l'égard de la Chine, capable d'inonder le marché pour détruire la concurrence. Ces derniers mois, le Pentagone a donc signé des contrats avec des entreprises d'extraction minière pour réduire la dépendance américaine à l'égard de la Chine et développer des capacités de raffinage domestique.

D'après le FT, Pékin souhaiterait déterminer également la vitesse à laquelle les États-Unis seraient en mesure de sécuriser un approvisionnement alternatif en terres rares et d'augmenter leurs propres capacités de production.

Selon des chiffres officiels, la demande en terres rares chinoises a atteint des niveaux tels sur les cinq dernières années, que la production domestique n'a pas été en mesure de suivre. Si bien que la Chine est contrainte d'augmenter ses importations en provenance des États-Unis ou de Birmanie. De nombreux secteurs poussent la demande chinoise à la hausse : parmi eux, l'industrie des véhicules électriques et les éoliennes.

Selon David Zhang, analyste au cabinet de conseil chinois *Sublime China Information*, dont les propos sont rapportés dans le FT, l'approvisionnement chinois en terres rares n'est pas garanti et pourrait être menacé par une détérioration des relations entre les États-Unis et la Chine.

Pékin maintient en revanche un quasi-monopole (les quatre cinquièmes) concernant les capacités mondiales de raffinage de métaux rares. Ainsi, les minerais extraits aux États-Unis doivent être livrés en Chine, Washington ne disposant pas de capacités de raffinage à l'heure actuelle.

Diplomatie russe du vaccin

Alors que la Russie a l'ambition de vacciner près d'un dixième de la population avec son vaccin, le Sputnik V, elle fait face à des difficultés de production⁷. Moscou prévoyait à l'origine de fabriquer 30 millions de doses d'ici la fin 2020, mais a très fortement revu ses plans à la baisse (2,5 millions de doses), après que les producteurs domestiques ont rencontré des difficultés pour s'approvisionner et assurer la production de la deuxième dose. La

Russie prévoit de fabriquer 33 millions de doses d'ici la fin mars.

Pour remédier à l'insuffisance de la production nationale, le fonds souverain russe *Russian Direct Investment Fund* (RDIF) qui supervise la distribution du vaccin, a fait appel à des pays tiers en sécurisant des contrats avec des fabricants étrangers. En échange, la promesse de livrer des millions de doses aux pays hôtes. Le RDIF a déclaré au *Financial*

⁶ China targets rare earth export curbs to hobble US defense industry, *Financial Times*, 16 février 2021

⁷ Russia's Covid vaccine faces global production hurdles, *Financial Times*, 17 février 2021

Times avoir signé des contrats avec quinze fabricants dans dix pays différents afin de produire 1,4 milliard de doses permettant de vacciner 700 millions de personnes. Ainsi, des usines en Chine, en Corée du Sud, en Inde et en Iran produiront des doses du Spoutnik V, destinées à être exportées. Des sites de production au Brésil et en Serbie serviront prioritairement la demande nationale. Cette approche permettrait à Moscou d'éviter les difficultés qu'ont rencontré d'autres fabricants du vaccin, tel AstraZeneca, tout en sécurisant des parts de marché dans des pays à revenus faibles. Le Spoutnik V y est particulièrement attractif : à la différence de ses concurrents à ARN messager (les vaccins développés par Moderna et Pfizer-BioNTech) qui doivent être conservés à très basse température (respectivement -20 et -70 degrés), le vaccin russe peut être conservé en réfrigérateur (entre 2 et 8 degrés) et la dose ne coûte que 10 dollars (contre 18 dollars pour Moderna et environ 14 pour Pfizer).

Mais des difficultés de production se font également sentir à l'étranger. Le fabricant indien, Hetero Drugs, qui doit produire plus de 100 millions de doses de Spoutnik V par an, n'a pas encore reçu l'approbation

des régulateurs nationaux pour débiter la culture du virus en laboratoire, une étape qui intervient en amont de la production et prend un temps significatif. Le fabricant sud-coréen GL Rapha qui n'est pas en mesure de produire les 150 millions de doses requises dans le contrat avec le RDIF, a indiqué sous-traiter la production et étendre ses capacités de production.

La Hongrie, premier pays de l'UE à approuver de manière unilatérale le vaccin russe ne recevra que 100 000 doses ce mois-ci, alors qu'elle en espérait 300 000.

L'étude de la prestigieuse revue scientifique « The Lancet » qui estime à 91,6% l'efficacité du Spoutnik V (un niveau comparable aux vaccins les plus performants que sont ceux de Pfizer-BioNTech et Moderna) devrait encourager les exportations du vaccin russe. L'agence européenne des médicaments (EMA) devrait prochainement se prononcer sur une éventuelle approbation du Spoutnik V à l'échelle de l'UE. Angela Merkel a fait savoir le mois dernier être en faveur d'une « production et d'une utilisation conjointe » en cas d'autorisation par l'EMA.

News géo-économiques

La BRI en Asie centrale : des ressources en eau sous pression ? – Selon un nouveau rapport paru dans *l'International Journal of Water Resources Development*⁸ et cité dans *Eurasianet*⁹, les projets financés par la Chine dans le cadre des Nouvelles routes de la soie (BRI) pourraient exacerber les tensions liées aux ressources en eau en Asie centrale. Le développement économique rapide des pays bénéficiaires des investissements chinois pourrait « mettre sous pression un système de gestion de l'eau déjà dysfonctionnel ».

Depuis leur indépendance en 1991, les cinq républiques d'Asie centrale se sont disputées des ressources autrefois gérées par l'URSS. Il existe des différends liés à l'eau en Asie centrale entre les pays en aval (Kazakhstan, Turkménistan et Ouzbékistan) et les pays en amont (Kirghizistan et Tadjikistan). Les premiers ont des besoins croissants en eau pour l'irrigation des terres agricoles et en raison de la croissance démographique. Les seconds sont plus faibles sur le plan économique et cherchent ainsi à mieux contrôler leurs ressources. Ils ont également des besoins en eau pour leur production d'électricité. Les tensions sont concentrées sur les deux principaux fleuves de la région qui viennent se jeter la mer d'Aral : la Syr Darya qui relie le Kirghizistan à l'Ouzbékistan et au Kazakhstan et l'Amu Darya qui va du Tadjikistan à l'Ouzbékistan et au Turkménistan.

Le rapport s'inquiète notamment du développement croissant de l'industrie du ciment dans les républiques d'Asie centrale, alors que Pékin, dans un effort de verdissement de son économie, exporte ses industries les plus polluantes à l'étranger. La production de ciment au Tadjikistan a été multipliée par dix ces cinq dernières années grâce aux financements chinois. Le pays a exporté près d'un million de tonnes de ciment sur les neuf premiers mois de l'année 2020, mais les autorités ne semblent pas prêtes à réguler l'industrie.

À côté de la construction d'infrastructures routières et de chemins de fer, les projets BRI de développement agricole sont en pleine croissance, la Chine étant l'un des principaux importateurs mondiaux de nourriture. De tels projets contribuent à créer des emplois, mais une expansion des terres agricoles accroît aussi la pression sur les réserves en eau.

Les auteurs du rapport soulignent pourtant les opportunités. Ainsi, « la province chinoise du Xinjiang qui sera prochainement reliée à l'Asie centrale, dispose de technologies et de connaissances à même d'améliorer l'efficacité de l'irrigation et de résoudre les problèmes de salinisation ». En revanche, les bénéfices pour les populations locales pourraient être limités, en raison des risques « de surexploitation et de dégradation des ressources en eau ».

⁸ *Water futures along China's Belt and Road Initiative in Central Asia*, Melinda Davies et Nathaniel Matthews, 25 janvier 2021

⁹ *What does China's BRI mean for Central Asia's water future?*, Eurasianet, 11 février 2021

Dérèglement climatique, industrialisation et urbanisation croissante, hausse de la démographie : autant de tendances contribuant à un assèchement des ressources en eau. **La question des crises liées à la gestion de l'eau sera un enjeu géopolitique majeur.** Rappelons que l'eau est déjà source de tensions dans de nombreuses régions du monde. En 2016, une « guerre de l'eau » a manqué d'éclater entre l'Inde et le Pakistan. Narendra Modi menace d'accélérer la construction de centrales hydroélectriques et donc d'accroître les prélèvements sur l'Indus, au cœur des tensions. Le fleuve prend sa source au Tibet, parcourt le Ladakh indien, puis traverse le Cachemire pakistanais, avant de se jeter dans la mer d'Arabie. De l'Indus et de ses affluents, Islamabad en dépend à hauteur de 64%. Or, les risques liés à l'eau s'intensifient : selon un rapport du Centre international pour le développement intégré en montagne (Icimod), l'accès à l'eau de centaines de millions de personnes en Inde et au Pakistan serait menacé en raison de la fonte des glaciers qui s'ajoute à la croissance démographique. Une « raréfaction absolue d'eau » serait à craindre dès 2025.

Covid-19 : une augmentation sans précédent de la pauvreté mondiale – Dans un article publié sur le blog de la Banque mondiale¹⁰, de nouvelles estimations se basant sur les prévisions du *Global Economic Prospects* de janvier 2021, indiquent qu'entre 119 et 124 millions de personnes devraient plonger dans la pauvreté (le seuil de pauvreté est fixé à 1,90 dollar par jour et par personne) en 2020 en raison de la pandémie de Covid-19, 60% d'entre eux vivent en Asie du Sud.

L'augmentation de la pauvreté mondiale en 2020 est inédite. Sur les trois dernières décennies, la seule crise précédente qui a provoqué une augmentation du nombre de pauvres dans le monde a été la crise financière asiatique. 18 millions de personnes sont entrées dans l'extrême pauvreté (personnes vivant avec moins d'1,90 dollar par jour) en 1997 et 47 millions en 1998. Lors des deux décennies qui ont suivi l'année 1999, le nombre de pauvres vivant dans l'extrême pauvreté a chuté de plus d'un milliard au niveau mondial.

La pandémie pourrait remettre en partie en cause ce progrès. Pour la première fois depuis vingt ans, la pauvreté devrait augmenter de manière significative. Le nombre de personnes basculant dans l'extrême pauvreté en raison des effets de la Covid-19 est estimé entre 88 millions et 93 millions en 2020. En 2021, le nombre de nouveaux pauvres du fait de la pandémie devrait être compris entre 143 et 163 millions.

États-Unis/Arabie saoudite : Le roi Salman comme interlocuteur plutôt que MbS – Le nouveau président démocrate Joe Biden a annoncé par l'intermédiaire du porte-parole de la Maison blanche que le roi Salman (quatre-vingt-cinq ans) va devenir l'interlocuteur privilégié de la présidence des États-Unis. En sous-entendu, au détriment de son fils Mohamed ben Salman (MbS), dirigeant de fait du royaume saoudien. C'est un revirement important par rapport à la politique de l'administration Trump qui avait fait de MbS son contact direct à Riyad. Si ce changement confirme la politique plus « exigeante » de Washington envers son allié dans le Golfe, cette nouvelle relation pourrait toutefois se heurter à la santé déclinante de souverain saoudien, qui a délégué au fil des années de plus en plus de prérogatives au prince héritier. Ce dernier cumule les fonctions suivantes : Vice-Premier ministre, ministre de la Défense, président du conseil de Saudi Aramco, et président du Conseil des affaires économiques et du développement.

Irak : attaque contre le contingent américain – La recrudescence des attentats qu'ils soient d'origine sunnite (l'EI) ou chiite (milices iraniennes ou liées à l'Iran) a une nouvelle fois frappé les troupes américaines stationnées dans le nord-est de l'Irak (2 500 hommes). Cette attaque à la roquette qui a fait un mort et cinq blessés a été revendiquée par un groupuscule très peu connu qui, selon les autorités irakiennes, serait lié à l'Iran. Depuis son élection, Joe Biden reste prudent et assez peu communicant sur la nouvelle politique étrangère américaine au Moyen-Orient. Cet attentisme indispose l'Iran qui souhaite ouvrir rapidement des négociations pour renouveler l'accord sur le nucléaire civil et surtout demande la levée totale des sanctions et de l'embargo qui le frappent depuis l'été 2018. Cet attentat y est probablement lié.

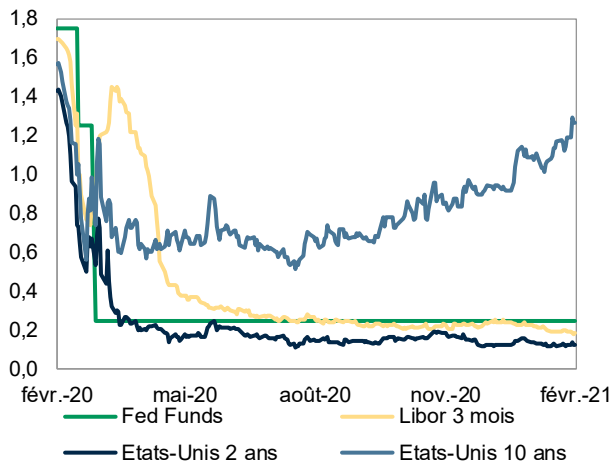
Libye - Égypte : réouverture de l'ambassade d'Égypte – L'Égypte a annoncé qu'elle envisageait de ré-ouvrir son ambassade à Tripoli en Libye à la suite de l'accord de cessez-le-feu entre le gouvernement de Tripoli et le général Haftar. Cette annonce suit l'élection d'un Premier ministre de transition la semaine dernière à Genève. Compte tenu du soutien prodigué pendant de nombreuses années par Le Caire au général rebelle de Benghazi, elle est le signe d'une confiance de la diplomatie égyptienne sur la solidité du projet de réconciliation entre les belligérants et d'une possible réunification à terme du pays.

¹⁰ Updated estimates of the impact of COVID-19 on global poverty: Looking back at 2020 and the outlook for 2021, 11 janvier 2021

Tendances à suivre

Taux d'intérêt en dollar américain

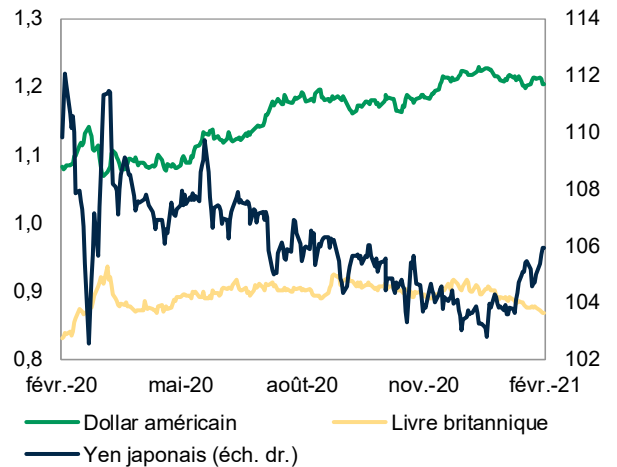
%, interbancaire (Londres) et souverains (Etats-Unis)



Source : Thomson Reuters

Taux de change des principales devises

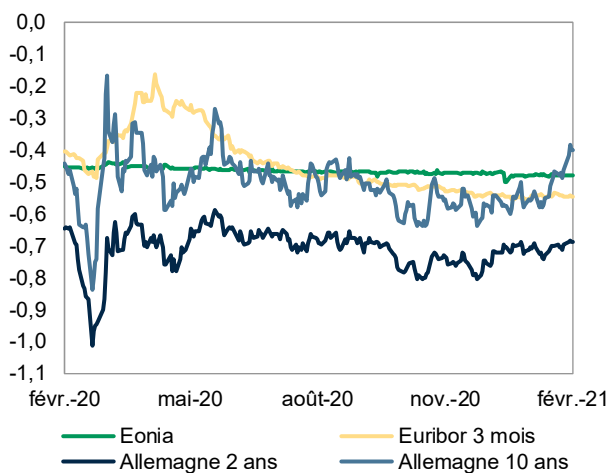
EUR/USD, EUR/GBP et USD/JPY



Source : Thomson Reuters

Taux d'intérêt en euro

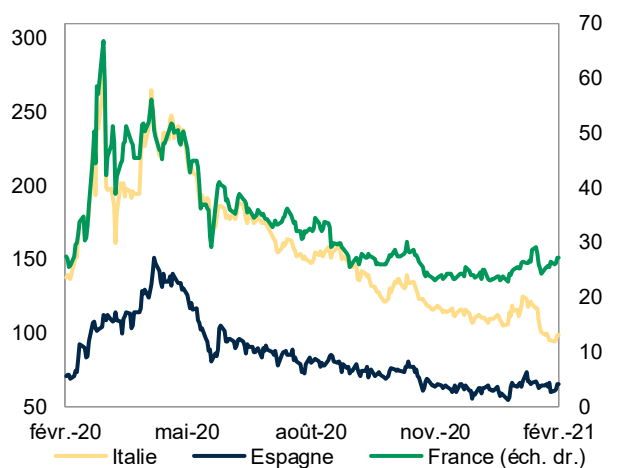
%, interbancaires (Londres) et souverains (Allemagne)



Source : Thomson Reuters

Spreads souverains européens avec le Bund

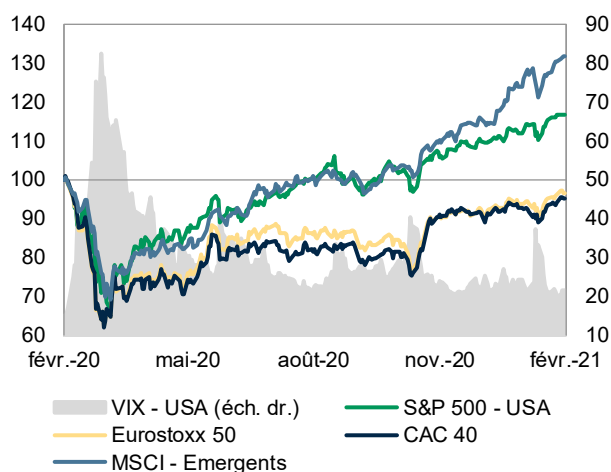
Pdb, dette en EUR à dix ans



Source : Thomson Reuters

Marché actions

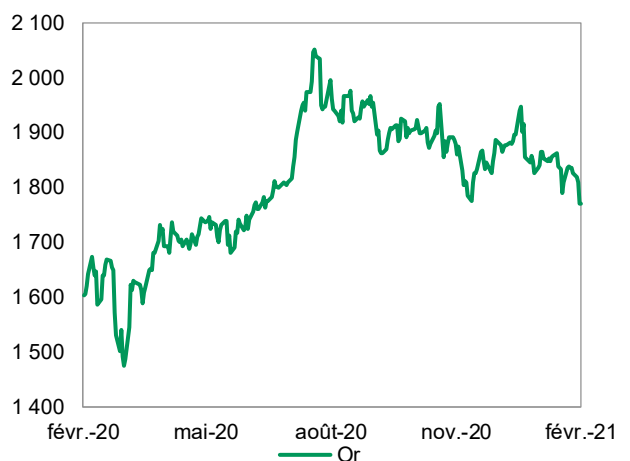
Indice boursiers (100 = début de période) et volatilité VIX



Source : Thomson Reuters

Cours de l'once d'or

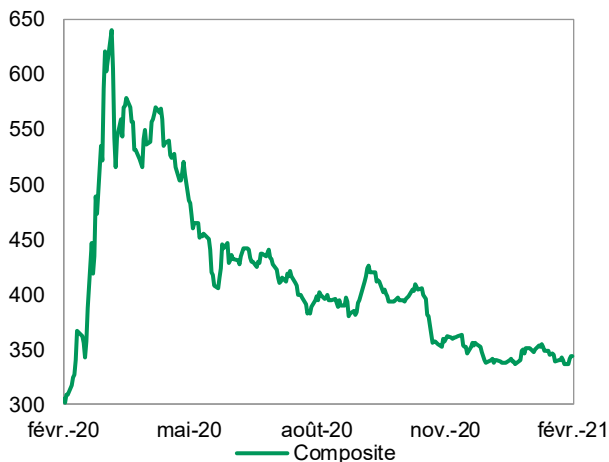
USD/Once troy (Londres)



Source : Thomson Reuters

Spreads souverains émergents avec le T-Bond

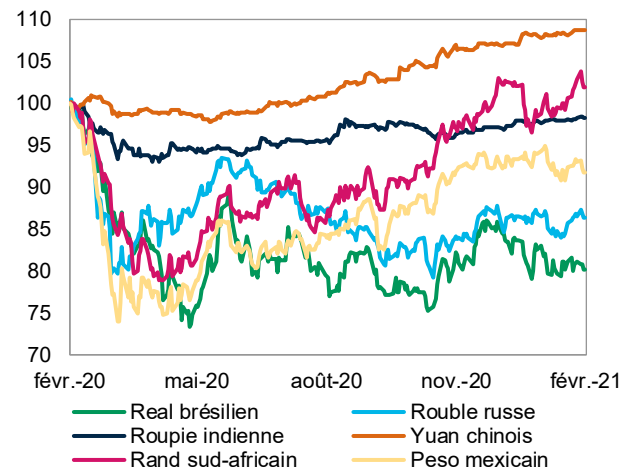
Indices EMBI+ (pdb, dette en USD de plus d'un an)



Source : JP Morgan

Devises émergentes

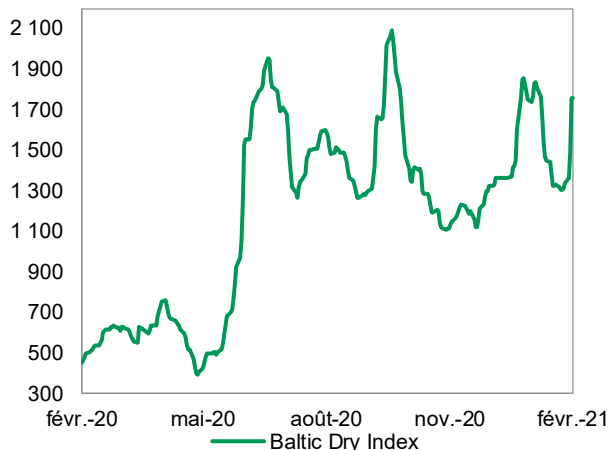
/USD (indice 100 = début de période)



Source : Thomson Reuters

Coût du transport maritime de vrac sec

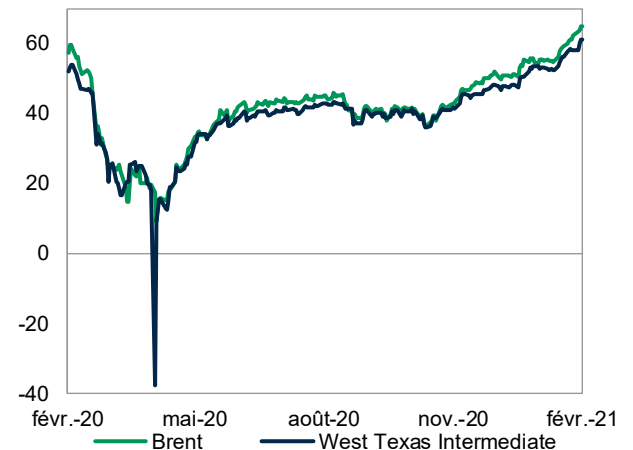
Baltic Dry Index (USD/point)



Source : Baltic Exchange

Cours du baril de pétrole brut en USD

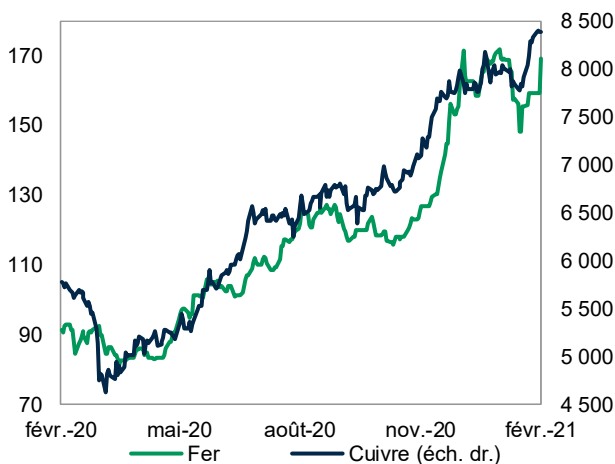
Brent (mer du Nord) et WTI (golfe du Mexique)



Source : Thomson Reuters

Cours des métaux

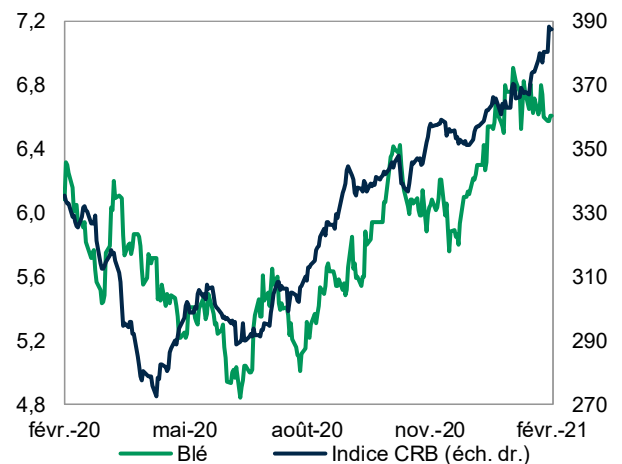
USD/tonne métrique



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 2021-2022 – 17 décembre 2020

Au-delà d'une reprise chaotique, des cicatrices durables

Prévisions économiques & financières

Date	Titre	Thème
18/02/2021	<u>Brésil – La quadrature du cercle</u>	Amérique latine
17/02/2020	<u>Etes-vous Biden ou Bollywood ?</u>	Etats-Unis, Asie
17/02/2020	<u>Moyen-Orient & Afrique du Nord – Chute de l'épargne dans les pays les plus fragiles</u>	Emergents
16/02/2021	<u>Pays émergents – Inflation : un pilotage très délicat</u>	Emergents
15/02/2021	<u>Royaume-Uni – Flash PIB : une croissance plus forte que prévu au T4 en partie grâce au Brexit</u>	Royaume-Uni
15/02/2021	<u>Zone euro – "Whatever it takes", "quoi qu'il en coûte", ou l'action collective sur les anticipations</u>	UE
12/02/2021	<u>Monde – L'actualité de la semaine</u>	Monde
11/02/2021	<u>ECO Tour 2021 : état de l'économie française secteur par secteur</u>	Macroéco et sectoriels
10/02/2021	<u>Barre au centre : le laboratoire italien, avant-poste du recul de l'antisystème en Europe ?</u>	UE
10/02/2021	<u>Hongrie – La stratégie d'un pays qui souhaite devenir incontournable</u>	PECO
09/02/2021	<u>Dettes publique et externe : le Tchad et l'Éthiopie ouvrent le bal des demandes de restructuration</u>	Afrique
08/02/2021	<u>Italie – Mario Draghi, l'homme providentiel européen, sera-t-il celui de l'Italie ?</u>	Italie

Études Économiques Groupe – Crédit Agricole S.A.

12, place des États-Unis – 92127 Montrouge Cedex

Directeur de la publication : Isabelle JOB-BAZILLE

Rédacteurs en chef : Paola MONPERRUS-VERONI, Tania SOLLOGOUB, Armelle SARDA

Zone euro : Pierre BENADJAUD, Ticiano BRUNELLO, Olivier ELUERE, Paola MONPERRUS-VERONI (coordination zone euro), Sofia TOZY, Philippe VILAS-BOAS

Royaume-Uni, Irlande, pays scandinaves : Slavena NAZAROVA

Europe centrale et orientale, Asie centrale : Tania SOLLOGOUB (coordination pays émergents), Ada ZAN

Asie : Sophie WIEVIORKA

Amérique latine : Catherine LEBOUGRE (coordination scénario)

Afrique du Nord, Moyen-Orient : Olivier LE CABELLEC

Afrique sub-saharienne : Nathan QUENTRIC

Géo-économie : Tania SOLLOGOUB, Julie TEILLARD

Documentation : Dominique PETIT, Elisabeth SERREAU

Statistiques : Robin MOURIER

Réalisation et Secrétariat de rédaction : Fabienne PESTY

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

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

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

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

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