Perspectives

Hebdomadaire – N°21/154 – 30 avril 2021

MONDE – L'actualité de la semaine

- *Sans hésitations, les marchés achètent la reprise 2*
- *France : fragile reprise de la croissance au premier trimestre 2021 ..... 3*
- *Zone euro : des performances hétérogènes se soldent par un léger repli du PIB au T1 2021 ..... 3*
- *Allemagne : le climat des affaires reste soutenu par une demande robuste dans l'industrie 4*
- *Allemagne : le chômage touche plus durement les salariés les plus précaires 4*
- *Italie : le plan de relance est approuvé par le Parlement et le Sénat 5*
- *Espagne : augmentation des inactifs au T1, chômage stable 5*
- *États-Unis : la croissance accélère au premier trimestre, tirée par la consommation privée 7*
- *Inde : le déferlement d'une nouvelle vague de contaminations plonge le pays dans l'incertitude 9*
- *Moyen-Orient & Afrique du Nord : entre déflation et hyperinflation, une région très contrastée 10*
- *Pologne : le Parlement ratifie enfin le plan de relance européen 12*
- *Colombie : le projet de réforme fiscale ou l'exercice d'équilibriste 13*
- *Ouganda : une reprise qui n'efface pas les incertitudes sur la dette et le pétrole 14*
- *News géo-économiques 16*

☞ Sans hésitations, les marchés achètent la reprise

Des chiffres de croissance robustes aux États-Unis, moins déprimants qu'on ne pouvait le redouter (zone euro, France), une modeste accélération de l'inflation en zone euro : un cocktail favorable à une remontée substantielle des taux longs en dépit du ton toujours résolument accommodant de la *Fed*.

Grâce au soutien de la consommation des ménages, le PIB américain (cf. *infra* « *États-Unis : la croissance accélère au premier trimestre, tirée par la consommation privée* ») a en effet progressé de 6,4% en rythme annualisé au premier trimestre : un résultat légèrement inférieur aux anticipations (très dispersées) du consensus (Bloomberg : 6,7% avec des prévisions s'étageant de 4,5% à 10%).

Au cours de la même période, marquée par le retour de restrictions plus strictes, le PIB de la zone euro (notamment tiré vers le bas par la contre-performance allemande) s'est contracté de 0,6% (en variation trimestrielle), un peu moins cependant que le consensus ne l'anticipait (-0,8%). Soutenue par l'investissement qui accélère son rétablissement, la croissance française (cf. *infra* « *France : fragile reprise de la croissance au premier trimestre 2021* ») s'est établie à 0,4% au premier trimestre et a favorablement surpris le marché.

Passant de 1,3% à 1,6%, l'inflation de la zone euro (en glissement annuel) a accéléré en avril, tirée vers le haut par les effets de base des prix de l'énergie (en hausse de 10,3% sur un an). L'inflation sous-jacente s'est légèrement repliée (de 0,9% en glissement annuel en mars à 0,8%) : il n'y a donc pas de raisons de s'affoler et de conclure à un raffermissement substantiel et durable.

Le comité de politique monétaire de la *Fed* (27/28 avril) a maintenu son dispositif monétaire inchangé (taux cible des *Fed funds* à 0/0,25% et achats de titres au rythme de 120 milliards de dollars par mois), tout en notant une amélioration continue sur les fronts de l'emploi et de l'activité et en portant une appréciation plus favorable sur les perspectives. Attribuant la hausse de l'inflation à des facteurs transitoires, soulignant que les risques sanitaires continuent de peser sur l'économie, la *Fed* maintient donc une politique monétaire accommodante. Si une hausse des taux semble peu probable avant 2023, un « *tapering* » à partir du début 2022 paraît envisageable. Si les excellents chiffres se succèdent sans discontinuer et permettent de conclure que la reprise s'est sans conteste raffermie, une réduction du rythme des achats pourrait être envisagée par le marché dès la fin 2021.

En dépit du ton toujours accommodant de la Fed, après s'être « calmés », les taux longs américains se sont significativement après redressés de 8 points de base (pb) sur la semaine à 1,64% (soit 73 pb depuis le début de l'année). En dépit de chiffres de croissance encore ternes (et c'est aimable), les taux allemands ont suivi (+6 pb sur la semaine soit 38 pb depuis le début de l'année pour s'établir à -0,19%). À la faveur de l'annonce du calendrier de déconfinement (pourtant progressif et encore sous conditions suspensives) et d'un chiffre de croissance moins défavorable qu'anticipé, le *spread* de la France s'est écarté de près de 10 pb (35 pb contre Bund) : la hausse du Bund conjuguée à l'écartement de la prime acquittée par la France se traduit par une hausse de l'OAT dix ans de près de 50 pb depuis le début de l'année à 0,15%.

Le marché achète donc la reprise avérée ou le scénario de reprise à venir avec enthousiasme. La hausse des taux américains peut être vue plus favorablement que celle des taux sans risques de la zone euro, une zone euro encore « à la traîne » et dans laquelle les reprises nationales s'opèrent en ordre dispersé : si le marché tend à l'oublier, la BCE par une communication très claire devrait certaine-ment le lui rappeler.

Zone euro

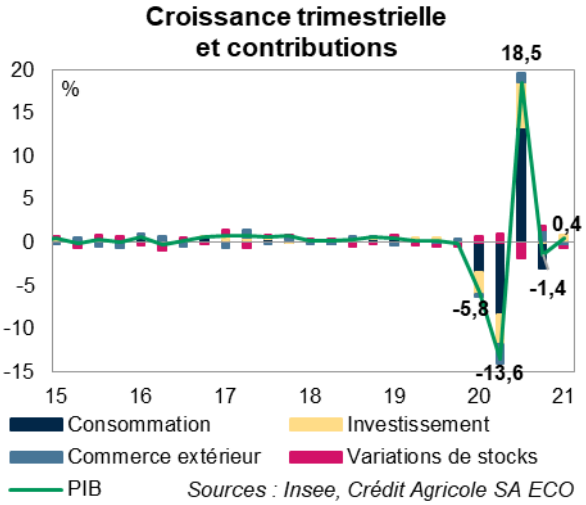
☞ France : fragile reprise de la croissance au premier trimestre 2021

Après un recul de 1,4% en variation trimestrielle au quatrième trimestre 2020 sous l'effet du confinement du mois de novembre, le PIB[1] repart légèrement à la hausse et progresse de 0,4% au premier trimestre 2021 par rapport au trimestre précédent. Un chiffre en ligne avec la prévision publiée dans notre scénario d'avril. Le PIB s'établit ainsi à un niveau 4,4% inférieur à celui du quatrième trimestre 2019, dernier trimestre d'activité « normale ».

La reprise de la croissance est majoritairement due au dynamisme de l'investissement qui se poursuit et accélère même son rétablissement. L'investissement des sociétés non financières (SNF) progresse de 2,3% en variation trimestrielle, après +1,1% au T4. Il se rapproche ainsi de son niveau d'avant-crise en s'établissant à un niveau 2,4% inférieur à celui du T4 2019. Cela confirme que si la consommation reste pénalisée par les mesures sanitaires, l'activité se poursuit dans les autres secteurs. En particulier, l'activité progresse de 4,2% au premier trimestre dans la construction.

La consommation des ménages progresse légèrement de 0,3% au premier trimestre, après une contraction 5,7% au T4 2020. Elle s'établit ainsi à un niveau 6,4% inférieur à celui d'avant-crise.

Le commerce extérieur pèse sur la croissance à hauteur de 0,4 point. Alors que les importations ont été quasi stables (-0,1%) sur le trimestre, les exportations ont reculé de 1,5% sous l'effet des mesures de restrictions et de la baisse de la demande chez nos voisins européens.



☑ **Notre opinion –** *Cette estimation étant en ligne avec les prévisions du scénario publié au début du mois d'avril, les révisions de nos prévisions suite à la première estimation de la croissance au premier trimestre seront limitées. Nous attendons un nouveau recul du PIB au deuxième trimestre, suite au confinement en vigueur depuis le début du mois d'avril dans l'ensemble de la France métropolitaine. Sa prolongation jusqu'au 19 mai pourrait d'ailleurs entraîner une légère révision à la baisse de notre prévision de croissance pour le deuxième trimestre (actuellement à -0,4%).*

Si la consommation reste encore en retrait notamment par rapport au dynamisme de l'investissement, elle dispose selon nous d'un important potentiel de reprise. Nous attendons un rebond mécanique important de la consommation dès la réouverture des commerces et encore plus lors de la levée des restrictions sur la consommation de services. Nous envisageons ainsi une forte reprise de la croissance à partir du troisième trimestre, permise par l'avancement de la campagne de vaccination. Cette reprise se poursuivrait au quatrième trimestre et en 2022.

☞ Zone euro : des performances hétérogènes se soldent par un léger repli du PIB au T1 2021

Le PIB a accusé un nouveau léger recul au premier trimestre 2021 dans la zone euro (-0,6% sur le trimestre) en ligne avec notre prévision. Ainsi l'écart du niveau pré-crise se creuse à -5,5%

Ce résultat est le fruit de dynamiques différentes entre pays qui résultent des réponses différenciées mises en œuvre pour répondre aux deuxième et troisième vagues de la pandémie. Le PIB a progressé en France (+0,4% sur le trimestre), en Belgique (+0,6%), en Autriche (+0,2%) et en Finlande (+0,3%), mais est en repli en Italie (-0,4%) et en Espagne (-0,5%) et plus fortement en Allemagne (-1%) et au Portugal (-3,3%).

Nous ne disposons que de peu d'informations sur les composants de la croissance, ces derniers étant connus uniquement pour la France et l'Espagne. Des dynamiques différentes se dessinent avec un léger rebond de la consommation privée, un rebond plus marqué de l'investissement en France et un repli de ces deux composants en Espagne. L'acquis laissé par le premier trimestre à la croissance du PIB en moyenne en 2021 est de 1,6%.

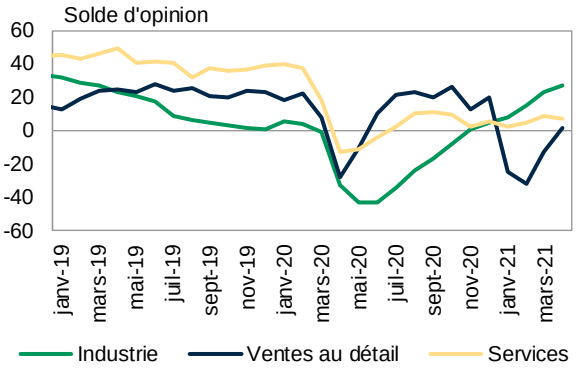
[1] Pour en savoir plus, retrouvez notre Flash PIB paru ce jour.

☞ Allemagne : le climat des affaires reste soutenu par une demande robuste dans l'industrie

L'indice du climat des affaires allemand n'enregistre qu'une faible progression au mois d'avril (+0,2 point par rapport à mars), après deux mois de forte hausse. Il s'établit dorénavant à 96,8 points, au plus haut depuis juin 2019. Les anticipations d'activité à six mois signalent, en revanche, une légère détérioration des attentes des entreprises à court terme. La décomposition par secteurs d'activité suggère la poursuite d'une situation très favorable dans l'industrie, en dépit de problèmes d'approvisionnement en produits intermédiaires signalés par de nombreuses entreprises.

La situation dans les services se tasse légèrement en avril, mais celle du commerce de détail continue de se redresser. La dégradation de la situation sanitaire durant le mois d'avril a poussé le gouvernement à instaurer de nouvelles mesures, comme la mise en place d'un couvre-feu et des conditions d'accueil plus contraignantes pour les commerces, ce qui explique le relatif pessimisme des anticipations d'activité à six mois dans le commerce de détail et les services, plus concernés par ces dernières restrictions.

Allemagne : évaluation de la situation actuelle



Sources : Ifo, Crédit Agricole S.A.

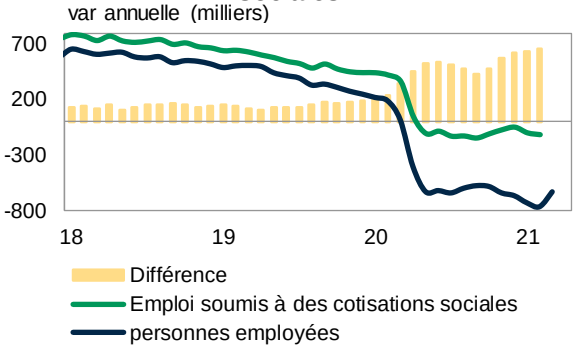
☑ **Notre opinion –** *L'indice du climat des affaires allemand demeure sur une dynamique haussière, en dépit de perspectives plus faibles dans le commerce et les services. L'activité industrielle conserve une dynamique de reprise robuste et la campagne vaccinale s'intensifie au point d'avancer le calendrier, laissant ainsi espérer une maîtrise plus rapide de l'épidémie d'ici le printemps. Bien que le deuxième trimestre pourrait être encore perturbé par les restrictions sanitaires au moins jusqu'à la fin mai, l'activité devrait vraisemblablement rebondir plus significativement ensuite.*

☞ Allemagne : le chômage touche plus durement les salariés les plus précaires

Le nombre de chômeurs en Allemagne a atteint 2,760 millions au mois d'avril, soit une hausse inattendue de 9 000 personnes par rapport au mois de mars. Par ailleurs, le nombre de salariés en chômage partiel a augmenté à 3,27 millions en février, contre 2,9 millions en janvier. Le taux de chômage s'est cependant stabilisé à 6% de la population active. Au plus fort de la crise sanitaire, le nombre de chômeurs avoisinait 2,935 millions soit une hausse de 650 000 personnes comparativement à fin 2019. Si ce chiffre s'est aujourd'hui résorbé de presque 200 000 individus, il n'en demeure pas moins élevé pour un pays où le taux de chômage était inférieur à 5% avant la crise.

De même, la baisse de l'emploi global est plus lourdement affectée par la crise que l'emploi soumis à cotisations sociales, suggérant ainsi une hausse à venir de la précarité des personnes les plus vulnérables. Les « mini-jobs », qui ne cotisent pas à la Sécurité sociale, sont en effet les emplois ayant le plus été détruits pendant cette crise sanitaire. Plus de 440 000 emplois faiblement rémunérés ont ainsi disparu depuis décembre 2019.

Allemagne : l'emploi global plus affecté que celui à cotisations sociales



Sources : Agence pour l'emploi, Crédit Agricole S.A.

☑ **Notre opinion –** *La performance du marché du travail allemand est le fruit d'une flexibilité importante, mêlant un grand nombre de travailleurs à temps partiel et de travailleurs précaires. La crise sanitaire révèle que ce sont essentiellement les emplois non soumis à cotisations sociales qui sont les plus impactés par*

les destructions d'emplois. Une situation qui risque d'accroître la précarité d'une population moins formée et plus difficilement intégrable au marché du travail.

☞ Italie : le plan de relance est approuvé par le Parlement et le Sénat

Après le feu vert des chambres avec 224 votes au Sénat et 442 à l'assemblée, le conseil des ministres devrait donner son accord final au plan de relance italien. Ce dernier devrait être transmis à la Commission européenne le 1er mai. L'approbation par la Commission est attendu pour le 18 juin.

Le plan national de relance appelé « Plan national de relance et de résilience » devrait comprendre un premier fond de 191,5 milliards d'euros directement financés par les fonds de l'UE, dont 138,5 milliards destinés à de nouveaux projets et 53 milliards pour des actions en cours, auxquels s'ajoutent un « Fonds complémentaire » de 30 milliards d'euros destinés à des projets non financés par le Fonds de relance. Le total des interventions serait équivalent à un effort de relance de de 221,5 milliards.

Les deux fonds devraient suivre les mêmes procédures simplifiées, avec des objectifs intermédiaires et des cibles à un horizon qui pourrait aller au-delà de 2026. Afin de garantir la transparence sur l'utilisation des ressources, il sera possible de suivre l'évolution des projets sur une plateforme dédiée.

Les six missions présentées par le gouvernement précédent reste inchangées et devraient être déclinées en seize composantes. Le volet « Numérisation, innovation, compétitivité et culture » devrait se voir attribuer une enveloppe de 50,7 milliards – dont 40,7 milliards issue des fonds européens et 8,5 milliards du fonds complémentaire. L'objectif de la mission est de réduire les écarts structurels en matière de compétitivité, de productivité et de numérisation. Elle se décline en trois composantes et couvre un large spectre, allant de la transformation et la digitalisation de l'administration publique (9,7 Mds) à la promotion de l'innovation et la numérisation du système productif, en passant par les investissements en infrastructure numérique (24,3 Mds). Outre le numérique, elle met également l'accent sur le renforcement de la résilience du tissu entrepreneurial, en particulier dans les services en mettant l'accent sur deux secteurs-clés : la culture et le tourisme (6,7 Mds).

Le deuxième grand pilier est celui de l'écologie appelé « Révolution verte et transition écologique » qui devrait bénéficier de 59,33 Mds. Dans la continuité des accords de Paris et des principes énoncés dans le *Green Deal* européen, cette mission entend incarner la politique de décarbonisation de l'économie italienne et ne se résume pas simplement à la question des énergies renouvelables, mais intègre également outre la promotion d'une agriculture plus viable et la rénovation énergétique urbaine, des ambitions importantes en terme de politique industrielle décarbonée (hydrogène, moindre dépendance vis-à-vis du reste du monde dans les technologies dites propres...).

La troisième mission concerne à proprement parler les « Infrastructures de mobilité » pour un montant de 25,33 Mds axés sur le ferroviaire. Elle devrait favoriser la remise à niveau du maillage de transport, avec un accent particulier mis sur les régions du sud du pays.

Le quatrième volet concerne le capital humain et vise les domaines de l'éducation et de la recherche pour un budget de 30 Mds et devrait permettre à la fois de répondre aux carences structurelles de l'offre éducative, mais également de promouvoir la recherche y compris dans le secteur privé. Enfin, 18 Mds seront alloués au volet « Inclusion et cohésion » avec 6 Mds pour les politiques liées au travail, 12 Mds pour les familles et 2 Mds pour la cohésion territoriale. Enfin 15 Mds iront à l'investissement dans la « Santé ».

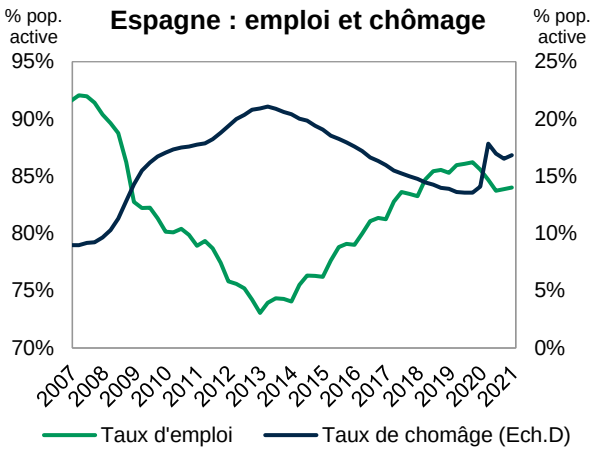
☞ Espagne : augmentation des inactifs au T1, chômage stable

Au premier trimestre, l'emploi espagnol a reculé de 0,7% par rapport au quatrième trimestre 2020 (-2,4% sur un an). Le taux d'emploi s'affiche à 48,5% (49,8% au T1 2020). Selon l'enquête publiée par l'INE, le taux de chômage s'établissait à 16% au premier trimestre, en légère amélioration par rapport au T4 2020 (16,2%). Cependant, il a augmenté de 1,6% sur les douze derniers mois et reste à son plus haut niveau depuis 2018. L'INE comptabilise 3 653 900 personnes sans emploi en Espagne, soit une augmentation de 10,3% sur un an. La reprise progressive de la population active observée au cours des deux trimestres précédents a ralenti, affichant une baisse trimestrielle d'un peu plus de 200 000 personnes (+0,6% sur un an, –0,4% au T4 2020).

Sur un an, les plus fortes réductions du nombre de chômeurs ont été enregistrées en Estrémadure (-9 400) et en Castille-La Manche (-5 400), tandis que les plus fortes augmentations ont été enregistrées en Catalogne (88 100 de plus) et aux îles Canaries (57 400). Par branche d'activité, l'amélioration de l'emploi en glissement annuel a été plus intense dans l'agriculture et dans les branches de services non marchands, tandis que, dans les

services marchands, l'emploi se maintient à des niveaux très inférieurs à ceux d'avant-crise. Par type de contrat, une baisse beaucoup plus prononcée est observée chez les travailleurs temporaires que dans les contrats à durée indéterminée.

Le nombre total d'heures travaillées a diminué de 1,6% par rapport au quatrième trimestre 2020 (-3,47% sur un an).



Sources : INE, Crédit Agricole S.A.

☑ **Notre opinion –** *Le nombre de personnes inactives disponibles pour travailler qui ne cherchent pas d'emploi a augmenté, en conséquence de la pandémie. À partir du troisième trimestre 2020, nous avions observé une diminution de la population inactive : avec la possibilité réelle de chercher de l'emploi, une partie de cette catégorie est soit au chômage, soit elle a retrouvé de l'emploi. Mais au premier trimestre 2021, la tendance s'est inversée. 1 096 200 personnes n'ont pas été en mesure de chercher un emploi, alors qu'elles étaient disponibles pour travailler. Ce chiffre représente une augmentation de 162 500 personnes par rapport au trimestre précédent.*

137 500 emplois ont été détruits au premier trimestre, le pire début d'année depuis 2014, si l'on ne tient pas compte de l'année de la pandémie. Cependant, le nombre de travailleurs concernés par un ERTE (418 000 en moyenne au T1) a été réduit de 80 800 personnes. Dans cette phase de crise, seules la Catalogne et Madrid affichent des créations d'emplois plus vigoureuses. Dans la Communauté de Madrid, le nombre de salariés a augmenté de 1,3% (1% en Catalogne). Ces données contrastent avec celles généralement enregistrées par les deux communautés au début de l'année. Ces chiffres indiquent que les secteurs non hôteliers (qui sont essentiellement dépendants des ERTE) font preuve de dynamisme dans les deux grandes villes. Dans de nombreux cas, il s'agit de secteurs liés aux nouvelles technologies et à la numérisation, dont l'emploi est concentré dans les métropoles.

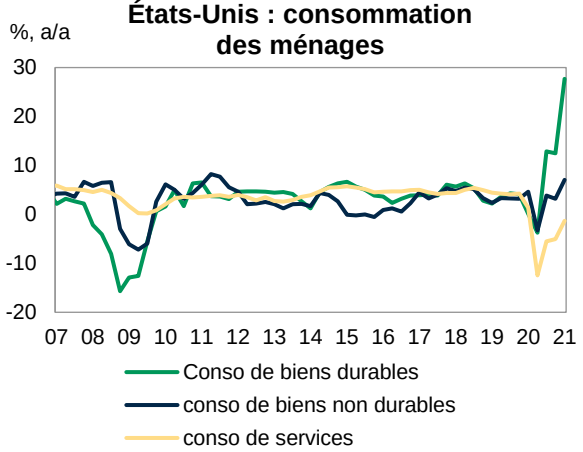
États-Unis

☞ États-Unis : la croissance accélère au premier trimestre, tirée par la consommation privée

Le PIB américain a progressé de 6,4% en rythme annualisé au premier trimestre (1,6% non annualisé), soit un résultat légèrement inférieur à l'anticipation (très dispersée) du consensus (Bloomberg : 6,7%), mais supérieur à notre prévision (6,3%) et en accélération par rapport au quatrième trimestre 2020 (4,3%).

L'accélération de la croissance est due en majeure partie à la consommation des ménages, « boostée » par d'importantes aides d'État. Celle-ci augmente fortement, +10,7% en rythme annualisé après 2,3% le trimestre précédent. Elle se dresse ainsi comme le principal contributeur à la croissance du PIB (7 points de pourcentage). Les dépenses du consommateur se sont davantage portées sur les biens durables (+41% annualisé sur le trimestre, après -1,1% au quatrième trimestre) et les biens non-durables (+14,4 mais la consommation des services a également accéléré légèrement (+4,6% après 4,3% le trimestre précédent).

États-Unis : consommation des ménages



Source : BEA, Crédit Agricole S.A.

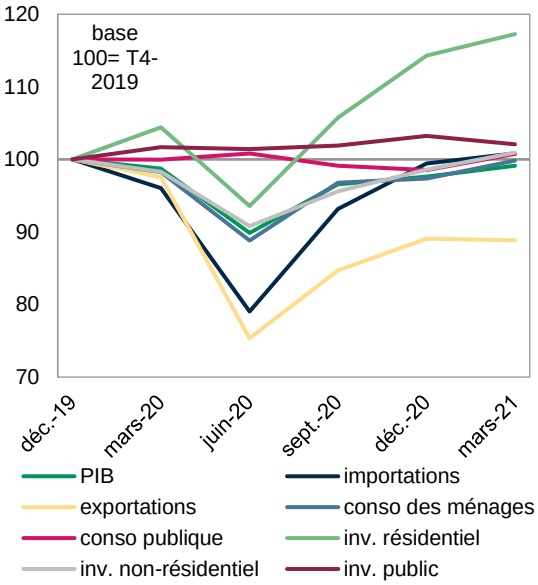
L'investissement fixe croît de 10%, une performance positive, mais en décélération pour le troisième trimestre consécutif. Il contribue pour 1,8 point de pourcentage à la croissance du PIB, à la faveur d'une hausse toujours soutenue de l'investissement résidentiel (10,8%) et de l'investissement non-résidentiel (9,9%) en rythme annualisé. On continue d'observer une forte hétérogénéité au niveau de l'investissement non-résidentiel, où l'investissement en équipements progresse fermement (+16,7%), de même que l'investissement en produits de propriété intellectuelle (+10%), tandis que l'investissement en structures continue de se replier (-4,8%) pour le sixième trimestre d'affilée.

La consommation publique, en hausse de 9,3% sur le trimestre, contribue également à la progression du PIB, bien que de bien moindre ampleur (1,3 point de pourcentage).

Du côté des contributions négatives, le commerce extérieur et les variations de stocks soustraient 0,9 et 2,6 points de pourcentage respectivement à la croissance trimestrielle annualisée. En ligne avec une demande domestique en hausse, les importations (de biens et services) progressent (5,7%), tandis que les exportations se replient légèrement (-1,1%). Enfin, l'investissement public recule de 4,5% sur le trimestre et contribue pour -0,2 point de pourcentage à la croissance du PIB.

Comme le montre le graphique ci-dessous, le PIB se situe toujours 0,9% sous son niveau de pré-crise, soutenu par un investissement résidentiel à la performance solide (+17% depuis le quatrième trimestre 2019), mais aussi par un secteur public en forte expansion (la consommation et l'investissement publics se situent 0,8% et 2% respectivement au-dessus de leurs niveaux de fin 2019). La consommation des ménages a quasiment récupéré ses pertes (-0,1%), le consommateur ayant dépensé fortement en biens (+12,5% par rapport au niveau de pré-crise) sur fond de dépenses en service restreintes (-5,7% sous leurs niveaux de pré-crise). La demande extérieure reste bien à la traîne, en ligne avec un reste du monde toujours en proie de la crise sanitaire (exportations 11% sous leurs niveaux de pré-crise).

États-Unis : PIB et composantes par rapport au niveau pré-crise



Source : BEA, Crédit Agricole S.A.

☑ **Notre opinion –** *Le PIB devrait continuer d'accélérer au deuxième trimestre grâce aux progrès de la campagne de vaccination et à l'assouplissement des restrictions à l'activité et à la mobilité. Ainsi, la consommation des services qui progresse légèrement depuis trois trimestres malgré les restrictions, devrait connaître un envol dans les prochains mois, se substituant aux dépenses en biens. La croissance du PIB pourrait dépasser les 10%, en raison du stimulus budgétaire voté à la fin du premier trimestre et des montants significatifs d'épargne accumulés par les ménages, dont un usage plus précoce et plus élevé pourrait soutenir la croissance plus que prévu.*

Malgré l'amélioration des perspectives, le comité de politique monétaire de la Réserve fédérale (FOMC) de cette semaine a continué de voir le verre à moitié plein et n'a pas changé sa tonalité dovish, s*oulignant que la reprise est loin d'être complète, que le virus continue de poser des risques baissiers sur les perspectives économiques et que la hausse de l'inflation devrait être « transitoire ». Sans surprise, la fourchette-cible des taux des* Fed funds *a été laissée inchangée à 0%-0,25%. Les achats d'actifs vont aussi se poursuivre sans changement à 120 milliards de dollars par mois dont 80 Mds en titres d'État et 40 Mds en titres MBC. Le FOMC aussi laissé intacte sa* forward guidance *sur les taux (absence de hausse tant que « l'inflation n'a pas atteint 2% et n'est pas sur le point de légèrement dépasser 2% pendant un certain temps ») et sur les achats d'actifs (rythme actuel maintenu « jusqu'à ce qu'un progrès significatif supplémentaire soit réalisé dans l'accomplissement des objectifs du comité en termes d'emploi maximal et de stabilité des prix).*

L'attention a été attirée surtout par les commentaires du gouverneur Jerome Powell lors de la conférence de presse suivant la décision du FOMC. Il a réitéré que « le temps n'est pas encore venu de parler de ralentissement des achats (« tapering *») d'actifs ». La Fed avait déjà dit qu'elle discuterait les conditions nécessaires pour le «* tapering *» bien avant la réalisation de celui-ci et que la baisse du rythme des achats d'actifs interviendrait avant toute hausse de ses taux directeurs. Nous n'avons pas changé notre scénario sur la Fed et anticipons toujours que la discussion sur le «* tapering *» commencera cet été au plus tôt, et le «* tapering *» lui-même pas avant début 2022. En ce qui concerne les taux directeurs, ils devraient être maintenus aux niveaux actuels bien après le début du «* tapering *» et potentiellement jusqu'en 2024, comme suggéré par le* dot plot *de la Fed (graphique montrant les prévisions de taux de chacun des douze membres du FOMC).*

Pays émergents

Asie

☞ Inde : le déferlement d'une nouvelle vague de contaminations plonge le pays dans l'incertitude

La nouvelle vague de contaminations qui déferle actuellement sur l'Inde atteint des niveaux incontrôlables. La semaine dernière, près de deux millions de nouveaux cas ont été détectés. Un chiffre – probablement sous-estimé – qui devrait être largement dépassé cette semaine, puisque plus de 350 000 nouveaux malades sont comptabilisés par jour.

Partout, les moyens manquent : pénurie de lits d'hôpitaux, notamment dans les plus grandes villes du pays, de matériel médical, d'oxygène et même de place dans les crématoriums où les corps sont brûlés à la chaîne. Le rythme de contamination est trois à quatre fois plus rapide que lors de la vague d'août/septembre.

Au-delà de l'aspect sanitaire et de son impact social dramatique, cette nouvelle vague s'abat sur une économie déjà extrêmement fragilisée et risque d'éteindre les timides, mais encourageants, signaux de reprise observés depuis le quatrième trimestre 2020. De nouvelles mesures allant du couvre-feu au confinement ont ainsi été prises au niveau local, notamment dans la ville de New Delhi où un confinement strict est appliqué depuis deux semaines et pourrait encore être prolongé.

La campagne de vaccination avance plus vite que dans la plupart des pays voisins (9% de la population a reçu une première dose), mais demeure insuffisante pour freiner la progression de l'épidémie, d'autant que l'efficacité des vaccins sur le « variant indien » est pour l'instant incertaine.

Quel impact de la situation sanitaire sur l'activité ?

À court terme, c'est donc la consommation qui devrait être la première variable impactée, en raison d'une part des restrictions portant sur les déplacements et l'ouverture de certains commerces et, d'autre part, sur la fuite hors des villes de nombreux travailleurs migrants, un phénomène déjà observé durant le premier confinement d'avril 2020.

Grande incertitude sur l'investissement, qui avait nettement redémarré au quatrième trimestre 2020, apportant même une contribution positive à la croissance, et dont la trajectoire devrait surtout dépendre de la durée de ce nouvel épisode épidémique.

La situation est plus compliquée du côté du commerce extérieur, qui avait bénéficié à la même époque l'année passée de la chute des prix du pétrole. Importations et exportations sont en constante progression depuis décembre, et pourraient de nouveau être freinées à partir d'avril. Les exportations de vaccins contre le Covid, dont l'Inde était devenu le premier producteur et exportateur, ont ainsi été suspendues afin que toutes les doses soient réservées au marché domestique.

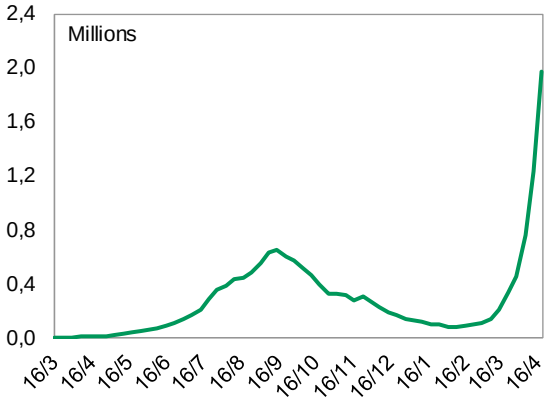
Paradoxalement, les chiffres du deuxième trimestre 2021 risquent de ne pas être trop mauvais en glissement annuel, car le T2 2020 avait correspondu à l'effondrement de l'activité indienne (contraction du PIB de 24,4%). Or, les exemples de pays ayant dû recourir à de nouveaux confinements montrent que l'impact sur l'économie a tendance à diminuer à mesure que se multiplient les épisodes de restrictions. L'Inde reste cependant pénalisée dans sa capacité à s'adapter par la structure de son marché du travail, qui ne protège pas du tout les revenus de la population active (travailleurs migrants et grande informalité).

L'impact économique de ce nouveau confinement est donc incertain.

Une certitude cependant : celle que l'Inde ne dispose plus d'aucune marge de manœuvre au niveau budgétaire et monétaire pour faire face à cette crise dans la crise. Le déficit budgétaire consolidé (État central + provinces) a atteint 14% du PIB pour l'année fiscale 2020/2021, la dette frôle les 90% du PIB, soit une hausse de plus de 15 points en un an. La vaste campagne de privatisations, qui devait soutenir le budget pour l'année fiscale 2021/2022 va nécessairement être ralentie par la situation sanitaire.

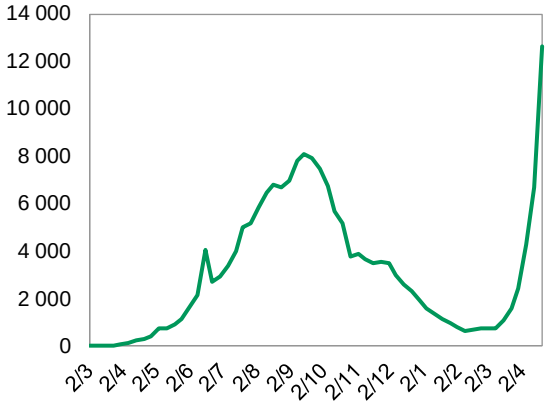
Les possibilités ne sont guère plus rassurantes côté monétaire. Certes, l'inflation a ralenti, en raison d'une moindre pression des prix alimentaires, laissant un peu de souffle à la RBI. Mais les taux d'intérêt réels demeurent négatifs et les fragilités du secteur bancaire (taux de créances douteuses supérieur à 10%) sont loin d'être résorbées.

Inde : nombre de cas par semaine



Source: OMS

Inde : nombre de morts par semaine



Source: OMS

☑ **Notre opinion –** *Début février, le Premier ministre Modi se targuait d'avoir vaincu le virus et promettait de faire de l'Inde le premier laboratoire pharmaceutique au monde, capable de produire suffisamment de doses pour vacciner l'intégralité de sa population. Deux mois plus tard, ce discours a laissé place aux images des hôpitaux débordés et aux appels à l'aide d'une population confrontée à des pénuries d'oxygène et de médicaments.*

On le sait, ce virus est par nature imprévisible et l'Inde n'est pas le premier pays à faire les frais d'une résurgence épidémique. L'attitude du Premier ministre ces dernières semaines ne peut toutefois pas cacher un certain relâchement, pour ne pas dire une totale irresponsabilité, dans la conduite de la politique sanitaire. En autorisant de grands rassemblements religieux et en multipliant les meetings de campagne dans les États qu'il souhaitait reconquérir, le Premier ministre a laissé le contrôle du virus lui échapper. La stratégie vaccinale, teintée d'électoralisme (priorité ayant été donnée aux États les plus proches du pouvoir central) a également pâti de sa surestimation des capacités productives et logistiques du pays.

Le mécontentement progresse donc parmi les populations, d'autant que les manifestations des fermiers, qui rentrent dans leur cinquième mois, sont encore loin d'être une affaire réglée. Et si l'heure est à la survie plutôt qu'à la révolte, la plus grande démocratie du monde ne ressortira pas indemne de la crise.

Moyen-Orient et Afrique du Nord

☞ Moyen-Orient & Afrique du Nord : entre déflation et hyperinflation, une région très contrastée

L'inflation moyenne de la région est issue de l'addition pondérée de taux hétéroclites et reflète très imparfaitement la situation régionale. Tirée à la hausse par l'Égypte et l'Iran, deux poids lourds économiques à l'inflation historiquement forte, elle s'est établie en moyenne à 9,2% en 2020 et la prévision pour 2021 ressortirait à 8,7%. Cette inflation élevée est d'ailleurs fortement influencée par les régimes de change fixe au dollar américain (peg) et par la dévaluation brutale de certaines devises qui crée immédiatement de l'inflation importée en raison de balances commerciales excessivement déficitaires dans les pays non pétroliers.

À l'autre extrémité du spectre, on trouve les pays pétroliers du Golfe à la politique monétaire non indépendante, puisque solidement ancrée au dollar américain et à la politique de la Fed de taux historiquement bas. Les pegs des monnaies du Golfe assurent donc une inflation très modérée, garante, par la stabilité des prix, de la préservation du pouvoir d'achat des ménages, et donc d'une politique de protection sociale contre les chocs externes. Pour les pays non pétroliers, un peg est aussi une assurance de stabilité des prix et donc d'attraction des investissements étrangers.

En 2020, la région illustre bien, en termes d'inflation, la diversité, voire l'hétérogénéité du monde émergent. Hors pays en guerre (Yémen et Syrie) ou pays en crise majeure (Liban et Iran) qui connaissent tous des épisodes de forte inflation, voire d'hyperinflation, l'inflation moyenne de la région s'est élevée à 3% en 2020, un chiffre en légère baisse par rapport à 2019.

Effectivement, l'année 2020 a été marquée par la crise sanitaire et économique qui a entraîné des récessions dans tous les pays (à l'exception de l'Égypte) et une contraction, parfois brutale, de la demande et donc de la consommation des ménages. Cela a généralement entraîné une baisse des prix, assez partagée dans tous les pays de la région, sur les biens de consommation courante des ménages, sauf en Arabie où l'impact de la hausse de la TVA de 10% s'est fait fortement ressentir.

Par ailleurs, trois pays du Golfe connaissent depuis quelques trimestres une crise d'excès d'offre immobilière qui pèse sur les prix des actifs, lesquels sont assez fortement pondérés dans les indices. Bahreïn et les Émirats (surtout Dubaï) ont donc subi une déflation assez forte en 2020 (-2,1%), mais indirectement corrélée à la crise. Effectivement, dans les Émirats, la déflation dure depuis deux années. Quant au Qatar, la déflation (-2,6% en 2020) dure depuis trois années, en partie en raison de la croissance du PIB déprimée par la longue crise diplomatique, commerciale et financière (2017-2020) avec ses voisins saoudiens et émiratis qui s'est achevée il y a quatre mois.

Dans quels pays de la région l'inflation est-elle menaçante ?

À l'exception des pays en guerre ou en crise cités plus haut, où l'inflation s'accompagne parfois de pénuries et alimente de très fortes tensions sociales, seuls deux pays semblent se détacher : la Tunisie et, dans une moindre mesure, l'Algérie.

En Tunisie, l'inflation dépasse les 5% et reste élevée depuis 2017, une inflation importée alimentée par la dépréciation régulière du dinar. Cette situation de quasi-stagflation (la croissance est très médiocre) est porteuse de risques, car elle provoque une spirale inflation-salaire illustrant une politique économique de fuite en avant.

En Algérie, l'évolution des prix est sous contrôle étroit des autorités. Mais une dépréciation du dinar pourrait, là aussi, alimenter une résurgence de l'inflation importée dans les prochains trimestres, si la baisse des réserves en devises se poursuit à un rythme aussi élevé.

Pour l'année 2021, les prévisions d'inflation de la plupart des pays se situent entre 1% et 3%, un scénario cohérent avec une phase de reprise de la croissance et de sortie des récessions de 2020.

Dans ce panorama général, l'Égypte fait, au Moyen-Orient figure d'exception tant par sa croissance (le pays a échappé à une récession en 2020) que par l'inflation. En phase de désinflation après une douloureuse période de forte inflation importée après 2017, la politique monétaire devrait se poursuivre pour contenir l'inflation à moins de 7%.

Quant au Liban, la hausse des prix de 85% en 2020, qui pourrait perdurer en 2021, n'est qu'un indicateur parmi d'autres de la crise multiforme qui frappe le pays et qui devrait déboucher sur des pénuries de certains produits dans les prochains mois.

Le tableau ci-dessous résume, pays par pays, l'inflation 2020 et 2021, les liens avec les régimes de change et assortis de commentaires. Pour les pays en guerre, les chiffres sont peu fiables.

Moyen-Orient - Afrique du Nord : inflation

	Pays	Devise	régime de change	Inflation 2020	Inflation 2021	Commentaires
1	**Algérie**	dinar	fixe panier réf. € et $	2,1	3,8	Stricte politique de contrôle des prix par l'Etat, un peu d'inflation importée en 2021
2	**Arabie**	riyal	fixe réf. USD	3,4	2,9	Augmentation de la TVA de 5% à 15% début 2020 qui a compensé la crise, retour à la normale en 2021
3	**Bahrein**	dinar	fixe USD	-2,1	1,0	Récession et déflation en 2020 par forte chute de la consommation et immobilier, légère reprise en 2021
4	**EAU**	dirham	fixe USD	-2,1	1,0	Déflation en 2020 en raison de la crise et des prix de l'immobilier en forte baisse, petite hausse en 2021
5	**Egypte**	livre	officel flottant peg glissant ref US$	5,1	6,5	Inflation historiquement forte, désinflation significative en 2020 (crise + meilleure politique) ; légère hausse en 2021
6	**Irak**	dinar	de facto peg USD + décrochages	0,6	3,2	Pas d'inflation en 2020 en raison de la crise et du peg, hausse en 2021 (change ajusté et dévalué)
7	**Iran**	rial	peg USD + décrochages	30,5	25,0	Mauvaise maîtrise historique des prix + inflation importée par l'effondrement du change
8	**Israël**	shekel	flottant	-0,6	1,4	Légère déflation due à la crise (chute de la consommation), retour à la normale en 2021
9	**Jordanie**	dinar	fixe USD	0,3	0,7	Inflation très basse en raison de la crise et de la chute de la consommation. Légère reprise en 2021
10	**Koweit**	dinar	peg panier maj USD	2,1	2,0	Plan de soutien gouvernemental massif malgré une forte récession (7%), stable en 2021
11	**Liban**	livre	officiel fixe USD, multiples tx	84,9	78,0	Inflation importée par effondrement du change, crise sociale et financière majeure et pénuries de tous produits
12	**Libye**	dinar	peg glissant ref. DTS, décrochages	8,2	46,0	Assez maitrisée malgré la guerre civile, forte inflation importée en 2021 à cause du fort ajustement du change
13	**Maroc**	dirham	peg : panier $ (40%) et € (60%)	0,6	0,9	Inflation historiquement très maîtrisée, très faible en raison de la crise et de la chute de consommation. Petite hausse en 2021.
14	**Oman**	rial	fixe USD	-0,9	1,9	Forte recession, chute de la consommation et soutien gouvernemental modeste, légère reprise en 2021 en raison de la TVA
15	**Qatar**	riyal	fixe USD	-2,6	0,9	Récession, chute de la consommation, baisse des prix de l'énergie, et des investissements. Sortie de déflation très lente.
16	**Syrie**	livre	flottant de facto	113,6	68,2	Crise majeure en raison de la guerre civile, de l'effondrement du change, d'une crise bancaire et des pénuries, restera elevé
17	**Tunisie**	dinar	flottant réf €	5,6	5,0	Inflation importée par une lente mais très régulière dépréciation du change, politique gouvernementale médiocre.
18	**Yemen**	riyal	peg glissant réf. USD	29,9	32,8	Inflation historiquement élevée (plus de 10% par an). Très volatile et exacerbée depuis 2015 par la guerre civile

Sources : Crédit agricole s.a., FMI, EIU.

☑ **Notre opinion –** *Les craintes d'une hausse de l'inflation en 2021 sous l'influence d'une conjoncture et d'une contagion d'une hausse aux États-Unis ne semblent absolument pas justifiées pour le Moyen-Orient. La hausse de l'inflation en 2021 doit plutôt se comprendre comme une sortie de la déflation de 2020 ou plutôt comme un retour à la normale de la consommation interne, après une crise majeure.*

Europe centrale et orientale, Asie centrale

☞ Pologne : le Parlement ratifie enfin le plan de relance européen

Après de longs débats et de désaccords, le Parlement polonais a fini par ratifier le plan de relance européen. Il accorde 750 milliards d'euros aux pays membres sous différentes formes de subventions, de prêts, de garanties, etc. Nous nous souvenons déjà des difficultés et des retards de validation au niveau européen de ce plan, à cause de la résistance *via* la menace de veto de la Pologne et de la Hongrie.

Pourtant, la Pologne est le plus grand bénéficiaire au niveau européen de ces mesures financières mises en place par l'UE, afin de relancer les économies fortement impactées par la crise du Covid. C'est aussi une formidable occasion de mettre en musique les stratégies climatiques, digitales, sécuritaires pour les années à venir pour l'Europe qui ambitionne de devenir un des acteurs majeurs.

Mais pourquoi un pays qui devrait recevoir 58 milliards d'euros d'aide à la relance (dont 34 milliards sous forme de crédits), ainsi qu'un accès à 170 milliards d'euros pour une période de sept ans a eu tant de mal à le ratifier ou le voter aux instances européennes ? Ce pactole a une contrepartie, celle qui n'est désormais plus acquise en Europe, le respect de l'État de droit. Un nouveau mécanisme de conditionnement du versement des fonds.

Si ce point a constitué un blocage majeur pour la Pologne et la Hongrie lors du vote européen, il est également la source des désaccords persistants au sein même du gouvernement polonais.

Une réelle fracture existe au sein du PiS – le parti Droit et Justice au pouvoir depuis 2015 – avec l'architecte des réformes judiciaires si controversées le ministre de la Justice, Z. Zibro. Les dix-neuf députés de cette fraction du PiS ont voté contre, ce qui ne permettait pas à la majorité de l'emporter. Le Premier ministre a dû ainsi négocier avec la partie gauche de l'opposition pour obtenir quarante-neuf voix de l'opposition.

Cette négociation a abouti à une répartition des fonds à venir : 30% pour les municipalités, 850 millions d'euros pour les hôpitaux départementaux et 300 millions d'euros en soutien aux entreprises affectées par la crise du Covid, notamment dans le secteur touristique et la restauration. D'un certain point de vue, cette négociation attribue une partie des aides à la redistribution régionale des capacités de développement de certaines infrastructures, ce qui ne peut être que bénéfique à un pays dont les écarts de richesses et de développement peuvent varier très sensiblement du simple au triple, voire plus quand on les compare à la capitale.

☑ **Notre opinion –** *La question de la fraction avec Zibro au sein de PIS est complexe, mais elle est toujours animée par la question de la succession du dirigeant du parti, Kaczynski. Entre le Premier ministre actuel et le ministre de la Justice, une compétition est plus qu'ouverte et l'appui de Kaczynsky pour Morawiecki est en train de fracturer la majorité. Si l'on imagine le « PiS du futur », ces deux figures peuvent difficilement s'associer et le PiS de Zibro sera beaucoup plus conservateur et conflictuel avec l'UE que le PIS de Morawiecki.*

Néanmoins, la lutte au sein du parti menace plus son avenir qu'une quelconque opposition politique actuelle en Pologne.

Amérique latine

☞ Colombie : le projet de réforme fiscale ou l'exercice d'équilibriste

La réforme budgétaire, intitulée « Loi de solidarité durable », a été présentée au Congrès le 15 avril et fera l'objet de quatre débats, dont le premier a eu lieu le 27 avril et le dernier se tiendra fin juin. Elle vise à accroître les recettes de 2 points de pourcentage du PIB à partir de 2022. Le projet présenté par le gouvernement de Duque comporte trois axes principaux.

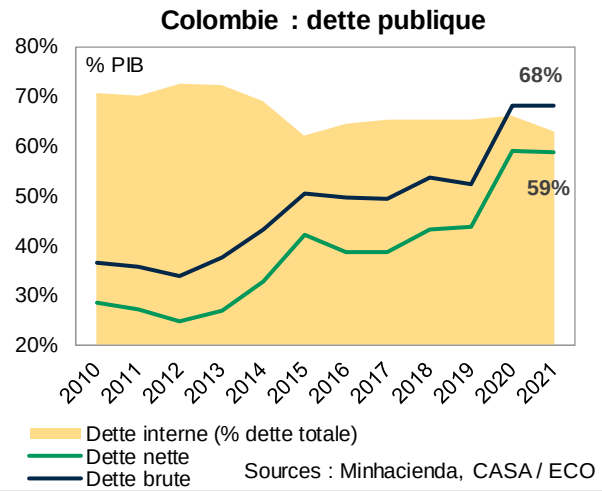
Le premier concerne la réduction des exonérations de TVA et l'amélioration de sa « redistribution » (suppression des exemptions sur les produits de base hors denrées alimentaires, augmentation du taux de couverture du régime de compensation). Le taux de collecte de la TVA passerait de 39% à 43% de son potentiel et la hausse du taux de couverture permettrait à 40% de la population de bénéficier de transferts monétaires compensatoires.

Le deuxième axe a trait à l'impôt sur le revenu des particuliers et entend rendre le système plus équitable (augmentation de la progressivité de l'impôt, élargissement de la base fiscale progressivement jusqu'à 2024 en réduisant le montant minimum à partir duquel les citoyens doivent déclarer leurs impôts[2], création d'un impôt sur la fortune temporaire[3], augmentation de l'impôt sur les dividendes de 10% à 15%).

Enfin, le troisième axe est lié à l'impôt sur les sociétés et a pour but de préserver la compétitivité (réduction du taux d'imposition sur les PME, baisse de la TVA sur les biens d'équipement et déduction de 50% de l'impôt sur le chiffre d'affaire au lieu de 100%). De plus, la réforme envisage la suppression des avantages fiscaux (tout en respectant les droits acquis) et l'application d'une taxe supplémentaire sur deux ans pour financer un programme de soutien à l'emploi.

Le projet s'inscrit également dans la lutte contre le changement climatique (élargissement de la taxe carbone à tous les combustibles fossiles et création d'une taxe sur les plastiques à usage unique) et propose une nouvelle règle budgétaire. Cette dernière n'est pas encore détaillée, mais envisage un plafond de dette définie de façon plus « élaborée » (dette brute hors dette liée aux retraites des administrations publiques moins liquidités disponibles). Le Conseil de politique budgétaire indépendant (CONFIS) doit préciser cette mesure, fixer un niveau nominal comme point d'ancrage (à moyen terme) et le décliner en objectif de solde primaire annuel[4].

☑ **Notre opinion –** *D'après le FMI[5], la Colombie a géré la crise « de manière opportune et coordonnée » (politique monétaire accommodante, mesures macro-prudentielles, suspension temporaire de la règle budgétaire et mise en place de mesures d'urgence). Les principales mesures ont consisté en des transferts aux ménages vulnérables (avec notamment la création du programme* Ingreso Solidario*, destiné aux travailleurs informels), soins de santé, subventions salariales, allégements fiscaux et lignes de crédit aux PME. Toujours selon le FMI, en 2020, l'activisme budgétaire aurait atténué la récession (le PIB s'est replié de 6,8%) de 2,2 points de pourcentage (p.p.) et devrait soutenir la croissance en 2021 (2,5 p.p.). Les dépenses d'urgence et la détérioration des recettes fiscales ont creusé le déficit à 7,7% du PIB (moins que prévu[6], mais à rapprocher de 2,5% en 2019 ; il atteindrait 9,5% selon le FMI) et alourdi le ratio dette sur PIB.*



[2] Ceci implique que les Colombiens gagnant plus de 4,1 M COP par mois (environ 1 110 USD) devront déclarer l'impôt sur le revenu en 2022, puis ceux gagnant plus de 2,9 M COP (780 USD) en 2023 et ceux gagnant plus de 2,5 M COP (670 USD) en 2024.

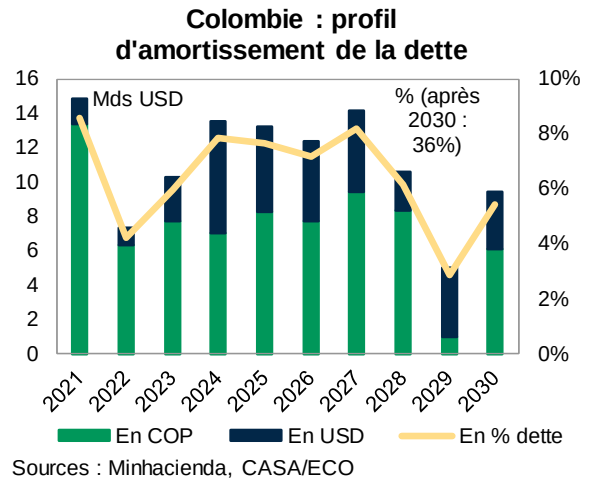
[3] Les résidents dont le patrimoine s'élève à plus de 4 870 M COP (1,3 M USD) devraient payer une « taxe solidaire et temporaire » allant de 1% à 2% pour les plus riches. Par ailleurs, une taxe sera également appliquée aux pensions dont le montant mensuel dépasse les 7 M COP.

[4] La règle serait introduite progressivement avec des objectifs de déficit explicites jusqu'en 2024. Le ministère des Finances considère qu'au-delà de 75% du PIB la dette insoutenable et qu'un coussin de 18 p.p. est nécessaire ce qui donne un objectif d'endettement de 57% du PIB.

[5] *FMI – "Colombia, 2021 Article IV Consultation Press Release; Staff Report; and Statement by the Executive Director for Colombia" - Country Report No. 21/59 - mars 2021*

[6] Selon le FMI, les mesures de dépenses d'urgence (notamment assignées à la santé et aux subventions salariales) ont été plus faibles que prévu et les recettes fiscales se sont avérées plus résistantes. Ainsi, les ressources non dépensées du fonds d'urgence créé pour l'atténuation de la crise (FOME) seront utilisées en 2021, afin de soutenir la reprise et financer des programmes de transferts, le programme de vaccination (amorcé en février) et des dépenses d'infrastructure.

Selon le ministère des Finances[7], la réduction de la dette publique nécessiterait une hausse des recettes fiscales de 1,5% du PIB et une réduction de l'évasion fiscale de 1,1% du PIB. Le projet envisage une augmentation des prélèvements de 2% du PIB provenant essentiellement de la collecte d'impôts sur le revenu des particuliers (1,4% du PIB), puis de la TVA (0,6% du PIB) et enfin des impôts sur les entreprises (0,3% du PIB). Ainsi, net des transferts sociaux supplémentaires, l'impact est estimé à 1,4% du PIB. Selon l'analyse du gouvernement, en l'absence de réforme, le ratio dette sur PIB pourrait augmenter de 5 p.p. par an, dépassant 70% du PIB en 2024 et jusqu'à 100% du PIB en 2030. Alors que le gouvernement table sur une dette à 59% du PIB en 2021[8], la réforme permettrait de la réduire à 50% en 2030. Enfin, l'approbation du projet entraînerait une diminution de 3,2 p.p. des inégalités, de 2,8 p.p. du taux de pauvreté et de 5,8 p.p. du taux d'extrême pauvreté (qui atteignent désormais respectivement 42,5% et 15,1% soit des hausses respectives de 6,8 p.p. et 5,5 p.p. en 2020).



Le projet est controversé notamment, violemment, par les syndicats car susceptible de dégrader le pouvoir d'achat de la classe moyenne et l'opposition est ardue au sein d'un Congrès sans majorité pro-gouvernementale. Cette réforme de « Loi de solidarité durable » (quinzième réforme fiscale depuis 1995) fait suite à un projet de loi similaire rejeté par le Congrès en octobre 2018 ; elle sera probablement édulcorée et son impact moindre. La nouvelle règle budgétaire serait également moins contraignante : l'ajustement serait plus lent, mais paraît plus crédible. À la sortie de la crise, l'équilibre est délicat, puisqu'il s'agit de ne pas compromettre, à la fois, la reprise et la confiance des investisseurs tout comme l'appréciation des agences de rating. *Bien que le projet ne soit pas de nature à restaurer rapidement les comptes publics et soit audacieusement présenté en période pré-électorale (élection présidentielle en mai 2022), il peut constituer un signal favorable attestant de la volonté du gouvernement de restaurer la viabilité budgétaire à moyen terme afin de préserver l'*investment grade *tout en ne sacrifiant pas le financement des programmes sociaux.*

Afrique sub-saharienne

☞ Ouganda : une reprise qui n'efface pas les incertitudes sur la dette et le pétrole

Reprise rapide, sauf pour le tourisme

Comme beaucoup d'autre pays de la région, l'Ouganda a souffert début 2020 des mesures de restrictions imposées en raison de l'épidémie. Malgré un retour à la croissance dès le quatrième trimestre (+1,6% sur un an), le PIB du pays s'est contracté sur l'ensemble de l'année 2020 (-1,1% sur un an). La diminution de l'activité dans les secteurs minier et manufacturier a particulièrement pesé sur les performances de l'économie au deuxième trimestre. Néanmoins sur le reste de l'année, la reprise a été forte pour le secteur minier porté par la hausse des exportations d'or. Sur l'ensemble de l'année, ce secteur eu une contribution positive à la croissance. Dans le secteur manufacturier, la reprise a été certes plus molle au second semestre, mais a permis de limiter la contraction de l'activité à 1,2% en 2020.

En revanche, pas de reprise en vue pour le secteur de l'hôtellerie et de la restauration qui aura eu une contribution négative à la croissance sur l'ensemble de l'année (-0,7 point de croissance). Cela s'explique par le maintien des mesures de distanciation sociale et surtout en raison de l'interruption de l'activité touristique. Cette activité, qui représentait 8% du PIB en 2019, a peu de chance de connaître un rebond significatif en 2021. C'est là le principal frein au franc rebond attendu en 2021.

La sous-performance du secteur devrait empêcher le pays de retrouver un niveau de croissance semblable à ceux d'avant-crise, soit une croissance annuelle moyenne de 5,3% de 2015 à 2019. Le FMI s'attend à des taux de croissance de respectivement 3,7% et 4,9% en 2021 et 2022.

[7] *Ministère des Finances de la Colombie - Présentation de la « Loi de solidarité durable » – 15 avril 2021*

[8] *La dette équivaut à 173 Mds USD ; elle est interne à hauteur de 61% ; la maturité est longue (vie moyenne de la dette interne de près de huit ans pour un taux moyen de 6,5% et de la dette externe de près de douze ans avec un taux moyen de 3,5% en raison de la présence des prêteurs multilatéraux à hauteur de 35% de la dette en devises). Les amortissements totaux en 2021 absorbent environ 5,5% du PIB.*

Les considérations extra-financières pèsent sur le développement pétrolier

À moyen terme, les réserves pétrolières ougandaises découvertes en 2006 représentent une importante promesse de croissance (horizon 2024/2025). Le projet d'exploitation, porté par les *majors* Total et la CNOOC devrait faire de l'Ouganda un acteur majeur du pétrole dans la région avec environ 230 000 barils par jour produits à terme, soit 15% de la production actuelle du Nigéria. Le projet devrait permettre au pays d'atteindre des taux de croissance supérieurs à 6% à l'horizon 2024-2025. Il devrait également peser dans les prochaines années sur la balance courante ougandaise, tout en augmentant la part des IDE dans son financement. En effet, la mise en service représenterait un investissement total de 10 à 15 milliards de dollars. De par son ampleur, le projet ougandais fait figure d'exception en Afrique sub-saharienne en raison de la contraction successive des investissements pétroliers en 2015-2016 et en 2020.

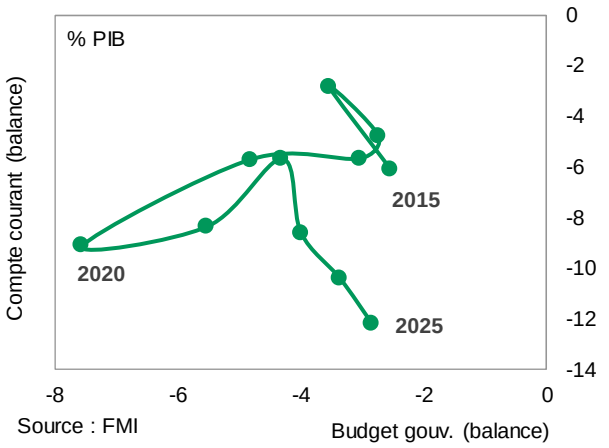
Toute les incertitudes ne sont pourtant pas encore levées : un temps freiné par le choix du tracé du *pipeline*, ainsi que par des négociations sur la part du pétrole qui serait raffiné sur place, le projet n'attend aujourd'hui plus que son financement. En effet, l'entreprise peine à trouver ses bienfaiteurs : nombre de banques occidentales auraient refusé de participer au projet et d'autres se seraient finalement retirées. Les nombreuses protestations d'activistes et d'ONG quant aux dégâts sociaux et environnementaux du *pipeline* passant par la Tanzanie ont eu raison des arguments financiers. Même si le projet est officiellement lancé depuis début avril 2021, l'investissement de 3,5 milliards de dollars que nécessite ce *pipeline* fait peser beaucoup d'incertitudes sur le calendrier de mise en service des champs pétroliers ougandais.

Détérioration des déficits jumeaux et risque sur la dette publique

En dépit des perspectives de croissance, l'année 2020 a marqué pour l'Ouganda une accélération de la dégradation fiscale sur fond de chute des recettes et d'augmentation des dépenses publiques en raison de la pandémie, mais également à l'approche des élections de janvier 2021. Selon le FMI, le ratio de dette publique sur PIB devrait passer de 37% en 2019 à 49% en 2021.

L'accroissement des déficits jumeaux a une nouvelle fois été financé principalement grâce à des prêts multilatéraux concessionnels (800 millions de dollars de la part du FMI et de la Banque mondiale, soit 3% du PIB). Néanmoins, la dette domestique privée a également fortement augmenté (+45% en 2020) ainsi que, dans une moindre mesure, la dette commerciale externe. Par conséquent le coût de l'endettement s'est accru : entre décembre 2019 et décembre 2020, le taux d'intérêt moyen payé par le pays a augmenté de 30 points de base.

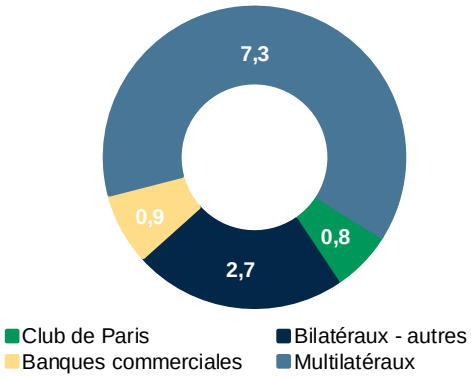
Ouganda : déficits jumeaux



Source : FMI

Cet afflux de liquidité a tout de même permis à la Banque centrale de maintenir ses réserves et au shilling ougandais de suivre une trajectoire bien plus stable que d'autres monnaies sub-sahariennes. Pour autant, le risque de change sur la dette s'est accru en raison d'une hausse de 36% du stock de dette externe par rapport à 2019 (18 Mds USD fin 2020 contre 11,7 Mds USD fin 2019). Avec le FMI et la Banque mondiale, l'*Exim Bank of China* est l'un des principaux créanciers du pays (2,3 Mds USD fin juin 2020).

Dette publique externe par créditeurs (en milliards de dollars)



Source : Ministère des Finances - Décembre 2020

Face à cet accroissement rapide de la dette publique, le ministre des Finances s'est récemment dit prêt à approcher les principaux créanciers du pays pour leur demander la suspension du service de la dette publique pour un certain temps, sans plus de précisions. Le gouvernement ougandais serait également en négociation avec le FMI pour être bénéficiaire d'une facilité élargie de crédit, soit un plan pluriannuel incluant aide financière et programme de réformes.

Géo-économie

☞ News géo-économiques

États-Unis

Premières donations de vaccins par Washington – Les États-Unis vont commencer à partager leur stock de vaccins Astra-Zeneca, **environ 60 millions de doses devant être envoyées dans les prochains mois.** Washington avait jusque-là donné seulement 4 millions de doses à ses voisins mexicains et canadiens. La Maison Blanche doit encore dévoiler la destination de ces donations. Selon le journal *Foreign Policy*, les États-Unis ont acheté 1,2 milliard de doses, (de quoi vacciner plus de deux fois toute sa population) et ont des options sur 1,3 milliard de doses supplémentaires. C'est un donc premier pas en avant louable et accueilli à l'étranger comme tel, **mais qui reste modeste**. Dorénavant, l'interruption de l'application du *Defense Production Act*, qui donne la priorité à l'État américain pour la vente de tous les produits qu'il considère comme stratégiques, est la cible de demandes des avocats pour un renforcement des efforts en vue d'une distribution mondiale de vaccins, parmi lesquels les directeurs des deux plus gros laboratoires indiens. De même, un acte radical consisterait à autoriser à travers l'Organisation Mondiale du Commerce le partage temporaire des brevets de fabrication des vaccins. La secrétaire au Commerce, K. Tai, a dit que ses services évaluaient les deux mesures, sans donner plus d'indices sur la décision finale.

Asie

L'ASEAN ne prend pas de risques au Myanmar – Le sommet de l'organisation qui s'est tenu samedi 25 avril s'est soldé par **un bilan mitigé**. L'absence de plusieurs chefs d'État (Laos, Philippines et surtout Thaïlande) montrait déjà l'absence de cohésion forte au sein du groupe.

Les participants se sont mis d'accord sur **cinq « points » qui servent autant de principes d'action que d'objectifs à remplir** :

1 - Cessation immédiate de la violence et retenue de la part de toutes les parties ;

2 - Toutes les parties doivent entamer un « dialogue constructif » en vue d'une « solution pacifique dans l'intérêt du peuple » ;

3 - Un envoyé spécial de la présidence de l'ASEAN servira de médiateur dans ce dialogue ;

4 - L'ASEAN va fournir une aide humanitaire ;

5 - L'envoyé spécial et sa délégation se rendront au Myanmar pour rencontrer toutes les parties.

Contrairement à certaines attentes, la libération d'Aung San Suu Kyi, présidente élue et figure de proue des démocrates birmans, n'a pas été mentionnée.

En somme l'organisation est restée prudente, et a refusé de briser sa tradition de non-intervention, privilégiant à la place une politique de dialogue conciliante à l'égard de la Tatmadaw, l'armée birmane. **Ce manque d'ambition est pourtant peut-être aussi un manque de réalisme**. En effet, le fossé entre les deux parties est large et sera difficilement comblé sans actes : l'opposition a annoncé dès le lendemain qu'il n'y aurait pas de « compromis » ni de dialogue, tant que la junte militaire n'accepterait pas quatre demandes présentées comme des conditions *sine qua non* pour des négociations. Deux jours plus tard, des combats intenses dans l'État de Karen, à la frontière thaïlandaise, débouchaient sur la capture d'un poste militaire de la Tatmadaw. Le risque que la situation continue d'empirer est donc élevé, auquel cas l'ASEAN sera de nouveau confronté au choix d'intervenir ou de laisser se créer un État failli en son sein.

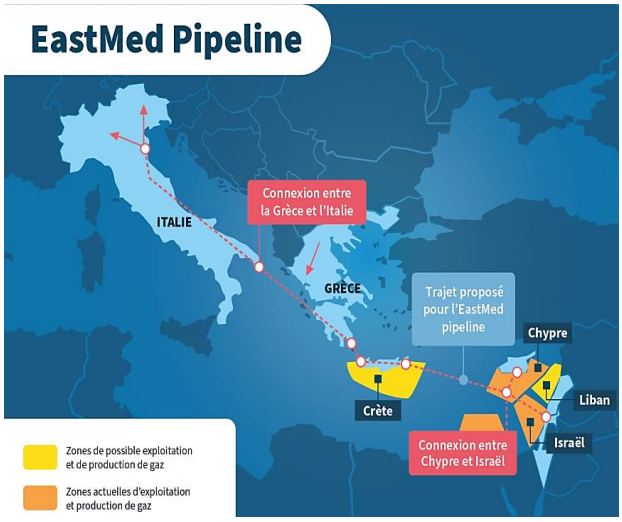
La Chine va continuer de financer du charbon à l'étranger – Malgré les déclarations faites au sommet pour le climat la semaine dernière, un haut fonctionnaire en charge des questions climatiques a annoncé que Pékin continuerait de financer des projets de centrales à charbon à l'étranger. **Ces investissements font partie intégrante du vaste projet des Nouvelles Routes de la Soie**. Ainsi, entre 2001 et 2013, le charbon représentait un tiers des investissements à l'étranger chinois dans le domaine de l'énergie. Fin 2016, c'était la moitié, avec 240 projets planifiés dans vingt-cinq pays, de la Zambie au Vietnam. Selon la *Yale School of Environment*, en 2019 c'était 43,5 milliards de dollars qui avaient été investis depuis 2000. Ces projets sont donc au cœur du modèle de développement que cherche à exporter la Chine, avec la promesse d'un envol économique à l'image de celui qu'elle a connu à partir de 1978, largement soutenu par une consommation massive de charbon.

L'Australie, L'Inde et le Japon poursuivent leur entente – Dans un sommet virtuel, les trois pays ont confirmé leur plan de diversification de leurs chaînes de valeur en dehors de Chine, qu'ils ont nommé la « *Supply Chain Resilience Initiative* » (SCRI), sans pour autant donner de mesures concrètes. Pour l'instant, « **Les mesures possibles pourraient inclure des soutiens au passage au numérique et à la diversification des partenaires commerciaux, ainsi que des destinations d'investissement** ». Cette « initiative » avait été suggérée pour la première fois l'année dernière, puis réitérée en mars à l'occasion du sommet du « Quad », rassemblant les trois pays et les États-Unis. Elle devrait

pour l'instant commencer par un échange de bonnes pratiques, mais pourrait se traduire par des subventions et autres aides publiques substantielles au regard de la sensibilité politique de la question chinoise dans les trois pays.

Moyen-Orient et Afrique du Nord

Contrat majeur entre Israël et les Emirats – La compagnie d'énergie israélienne *Delek Drilling LP* va vendre ses parts (environ 22%) du champ de gaz *offshore* de Tamar dans le bassin du Levant à la compagnie nationale des Émirats Arabes Unis *Mubadala Petroleum* pour 1,1 milliard de dollars. **C'est le plus gros contrat signé entre les deux pays depuis la normalisation de leurs relations diplomatiques**, le 15 septembre 2020 avec la signature des accords d'Abraham. Cela ajoute également un acteur dans un projet ayant créé de fortes tensions entre, d'un côté, Israël, la Grèce, Chypre et l'Égypte et, de l'autre, la Turquie, qui s'oppose à la création d'un gazoduc reliant les champs de gaz à l'Europe à travers Chypre, la Grèce et l'Italie, évitant les gazoducs turcs déjà existants.



Source : Gazprom Energy

Nouvelles négociations pour Chypre – Des négociations organisées par l'ONU à Genève ont démarré aujourd'hui pour essayer de résoudre enfin la dispute à Chypre. **Le leader nord-chypriote (partie culturellement proche de la Turquie) demande une solution à « deux États », la « taksim »**, une requête poussée depuis les années 1950, alors que l'île était encore territoire britannique**. La Grèce s'y oppose fermement**, refusant de voir son rival turc avoir ainsi définitivement un pied sur l'île qu'elle considère appartenir à son espace culturel, et qui de plus est stratégiquement située sur des routes maritimes méditerranéennes, ainsi qu'à proximité de ressources de gaz. La situation s'est envenimée en 1964, conduisant à une première intervention de l'ONU, puis encore davantage avec l'invasion du nord de l'île par la Turquie en 1974 et enfin en 1983, avec la déclaration de sécession déclenchant la partition de Chypre entre La République de Chypre au sud et la République turque de Chypre du Nord, un État uniquement reconnu par la Turquie, mais qui gère *de facto* le nord de l'île. Elle est depuis restée bloquée et Chypre a été surnommée le « cimetière des diplomates » par les fonctionnaires des Nations-unies.

Le dossier est enfin un gros point noir de la relation entre L'Union européenne et la Turquie, Bruxelles défendant la position de l'État-membre grec. Dans un geste de conciliation très représentatif de la diplomatie commerciale européenne, la Commission a ainsi récemment ouvert le vaste marché européen aux producteurs nord-chypriote de halloumi, le produit d'exportation phare de Chypre (en 2019, 33 000 tonnes du fromage avaient été vendues aux membres de l'Union européenne par les producteurs du sud). Mais cela n'a pas forcément plu : pour accéder au marché, il faut que les producteurs du nord se plient aux normes de fabrication édictées par Bruxelles, le halloumi ayant le statut « d'origine contrôlée », comme le champagne ou le jambon de Parme. Pour le gouvernement nord-chypriote, cela constitue une « tentative scandaleuse de l'UE et de l'administration chypriote grecque de dominer la volonté politique de la République turque de Chypre du Nord ». Tout un fromage.

Incident maritime entre les États Unis et l'Iran – Un navire de l'*US Navy* a tiré des coups de semonce le 27 avril dans le Golfe Persique après que trois vaisseaux iraniens du corps des Gardiens de la révolution islamique se sont approchés et mis en travers du chemin, se retirant au dernier moment. Le Pentagone avait révélé quelques jours auparavant qu'une rencontre similaire avaient eu lieu le 2 avril, qualifiée de « dangereuse et non-professionnelle ». C'est cependant **la première fois qu'un navire américain tire sur un navire iranien depuis quatre ans**. L'altercation prend place alors que Washington et Téhéran sont engagés dans des négociations pour rétablir un accord de 2015 régulant le programme de développement nucléaire iranien. Javad Zarif, le ministre des Affaires étrangères, a également fait la une la semaine dernière après qu'une vidéo, où on l'entend critiquer fermement le comportement des Gardiens de la révolution, a fuité. Il les accuse d'avoir participé à l'effondrement de l'accord de 2015 et d'avoir mené des opérations à l'étranger sans consultation du gouvernement.

Europe centrale et orientale, Asie centrale

La dispute diplomatique entre la Russie et l'Europe de l'Est s'amplifie – La dispute entre la Russie et la République tchèque s'est poursuivie la semaine dernière, **Prague demandant vendredi 23 avril le retrait de soixante-trois diplomates russes**, soit la majorité de ceux qui restaient à l'ambassade, d'ici mai. Le chiffre est calculé pour être équivalent au nombre de diplomates tchèques

à Moscou. Suite à cela, **d'autres pays de l'Europe de l'Est, ainsi que les trois pays Baltes, ont souhaité soutenir les Tchèques** en demandant également le renvoi de diplomates russes, avec parfois comme justification des accusations d'espionnage. En tout, ce serait la République tchèque, la Bulgarie, la Slovaquie, L'Estonie, la Lituanie, la Lettonie et la Pologne qui auraient désormais pris des mesures. Le président tchèque a pourtant reconnu dimanche 25 avril que l'explosion du dépôt de munitions en 2014 n'était pas forcément lié à des actes de sabotage russes et qu'un accident avait toujours été « l'une des deux explications possibles ».

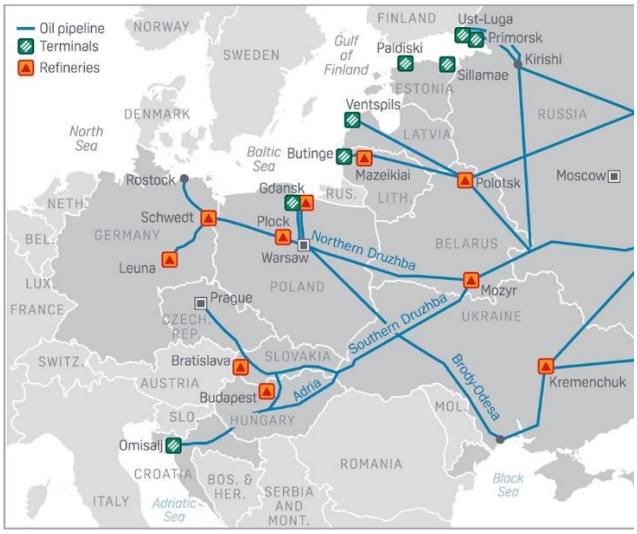
Des premières dates symboliques pour une rencontre Biden-Poutine – Le haut conseiller aux Affaires étrangères de Poutine, Youri Ushakov, a déclaré sur le plateau du média russe RIA le 5 avril que si la décision finale n'avait pas encore été prise, **une rencontre entre les deux dirigeants était sérieusement envisagée en juin**, et que « des dates concrètes avaient été évoquées ». Le même jour, le ministre de Affaires étrangères russe S. Lavrov a également dit que cette rencontre était « positivement perçue et est actuellement considérée ». Le choix du mois de juin est remarquable, car il coïncide avec **la tenue d'un sommet du G7 au Royaume Uni le 11 juin, ainsi qu'avec l'OTAN et l'Union européenne à Bruxelles à partir du 14 juin**, des événements que J. Biden a choisi le 23 avril comme étant ses premiers voyages en tant que président. La Maison Blanche avait mentionné que des « d'autres éléments potentiels » seraient peut-être communiqués par la suite. Cet enchaînement a déjà son précédent ; le secrétaire d'État A. Blinken avait fait bien attention à faire le tour de ses alliés dans l'Indo-Pacifique et de tenir le sommet du « Quad » (Australie, Japon, Inde, États-Unis), avant d'aller se confronter aux diplomates chinois en Alaska.

Le président Biden déclare qu'il y a eu un génocide en Arménie – Le président Biden a déclaré samedi 24 avril que les massacres perpétués en Arménie en 1915 relevaient du « génocide ». Il met ainsi fin à des années d'ambiguïté américaine sur le sujet, et prend définitivement parti pour l'Arménie six mois après sa défaite contre l'Azerbaïdjan. Erevan s'est dit « rassurée sur sa sécurité nationale ». La Turquie, qui a toujours nié ce qu'elle appelle les « événements de 1915 » considère la déclaration « outrageuse » et promet de répondre « en temps voulu ». Néanmoins, dans un appel téléphonique au préalable de l'annonce, **J. Biden et Erdogan ont tout de même déclaré vouloir continuer de coopérer et vont se rencontrer en parallèle de la réunion de l'OTAN à Bruxelles en juin**. Les arméniens promettent de continuer la lutte pour la reconnaissance du génocide ; le député turc Garo Paylan, ethniquement arménien, a ainsi proposé le même jour une motion de reconnaissance au Parlement turc, en déclarant que « lorsque la Turquie se confrontera au génocide arménien, ce que d'autres pays et Parlements diront ne comptera plus. (…) Il faut que la souffrance des Arméniens soit reconnue là où elle devrait l'être, en Turquie ».

L'Ukraine demande l'aide de la Banque mondiale – Kiev a négocié avec la Banque Internationale de Reconstruction et de Développement (BIRD), une antenne de la Banque mondiale, **un prêt de 90 millions de dollars pour financer l'achat de vaccins anti Covid-19**, en plus de ceux déjà promis par l'initiative COVAX. L'Ukraine est à la traîne des vaccinations de l'Europe, et ne dispose actuellement que d'à peu près 832 000 doses (dont 215 000 du vaccin chinois Sinopharm, à l'efficacité contestée), pour vacciner ses 41 millions de citoyens.

Plus de pétrole russe en Biélorussie ? – Des sources de l'agence de presse Reuters ont dit que les compagnies pétrolières russes hésiteraient actuellement à fournir la compagnie énergétique biélorusse Naftan, après que celle-ci et son propriétaire Belneftekhim ont été frappés par des sanctions américaines. En effet, **des contacts avec ces entreprises exposeraient les entreprises russes à des pénalités sévères imposées par Washington**. Minsk avait pourtant annoncé le 29 décembre 2020 la renégociation de son accord de fourniture de gaz et de pétrole russe, déclarant que les termes avaient été « très favorables ». C'est un levier diplomatique crucial pour Moscou, qui s'en sert pour soutenir son allié autocrate A. Lukashenko, pourtant secoué par de fortes émeutes à l'occasion des élections truquées l'année dernière.

CENTRAL EUROPE'S OIL INFRASTRUCTURE



La raffinerie de Polotsk est gérée par Naftan.
Source : S&P Global Platt.

Amérique latine

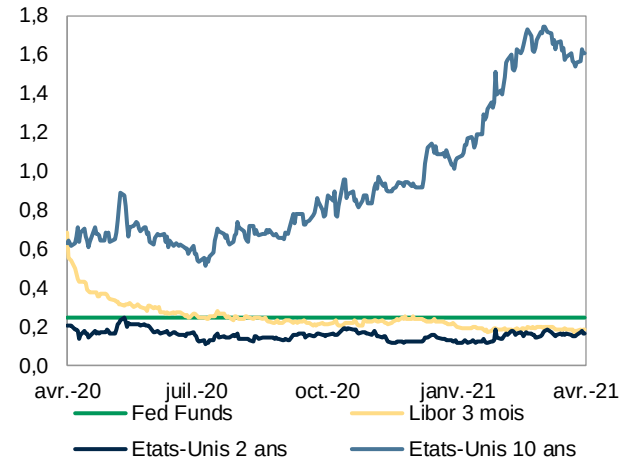
L'agence de santé brésilienne rejette le vaccin russe – L'Anvisa a refusé d'approuver l'importation et l'utilisation du vaccin russe Sputnik V, citant des « risques inhérents » et un « problème sérieux ». Une étude du journal médical *The Lancet* avait pourtant montré un taux d'efficacité à 91%, et un test sur 3,6 millions de Russes organisé par le fabricant et l'agence de vaccins russe avait trouvé 97% d'efficacité**. Le Sputnik V a donc trouvé de nombreux acheteurs partout dans le monde**, et dernièrement au Mexique, qui a déclaré le 28 avril entamer une production domestique, après une visite de plusieurs jours à Moscou. L'Anvisa prend donc une position forte alors que l'Agence médicale européenne continue d'étudier le vaccin, avant d'autoriser ou non son utilisation au sein de l'Union.

Le Paraguay et la Corée du Sud coopèrent – Les deux pays ont finalisé les détails d'un accord de coopération pour **la production de véhicules électriques entre 2022 et 2027**. Celui-ci serait basé sur la mise en place d'un « *Auto Parts Technology Center* », un centre d'assemblage, de développement et de recherche de véhicules électriques. La Corée du Sud fournirait le savoir-faire et le financement, tandis que le Paraguay fournirait la main d'œuvre et les infrastructures. Asunción se positionnerait ainsi favorablement dans ce secteur par rapport au reste du continent, en particulier pour la modernisation et le développement des transports en commun dans la région.

Tendances à suivre

Taux d'intérêt en dollar américain

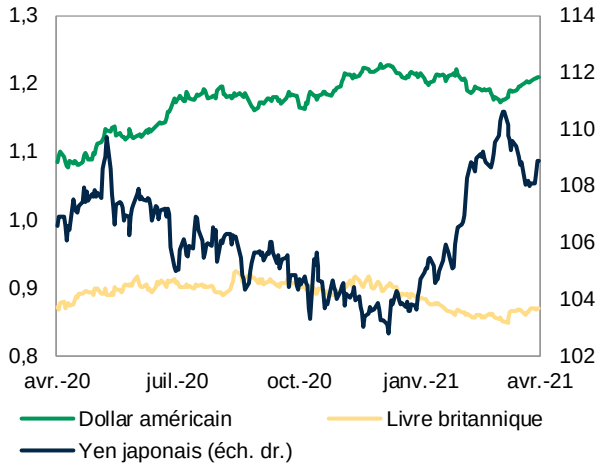
%, interbancaire (Londres) et souverains (Etats-Unis)



Source : Thomson Reuters

Taux de change des principales devises

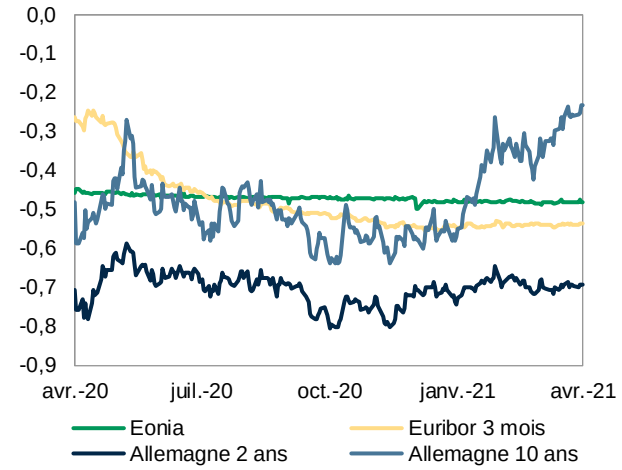
EUR/USD, EUR/GBP et USD/JPY



Source : Thomson Reuters

Taux d'intérêt en euro

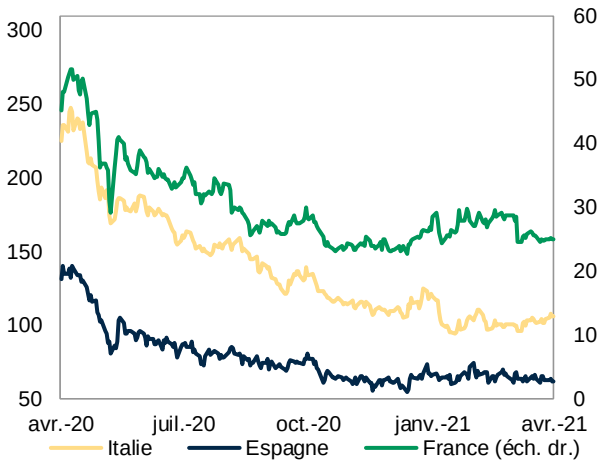
%, interbancaires (Londres) et souverains (Allemagne)



Source : Thomson Reuters

Spreads souverains européens avec le Bund

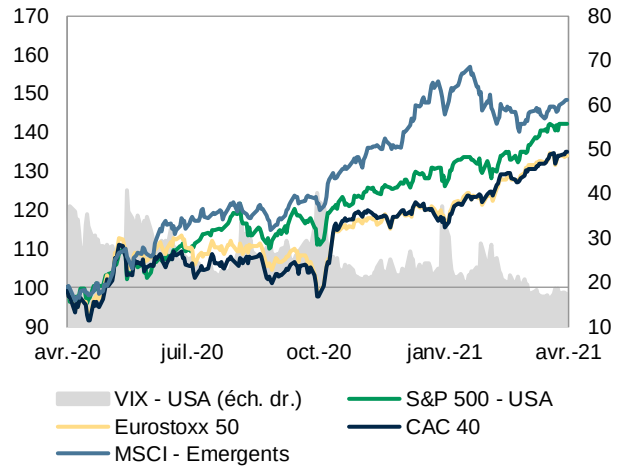
Pdb, dette en EUR à dix ans



Source : Thomson Reuters

Marché actions

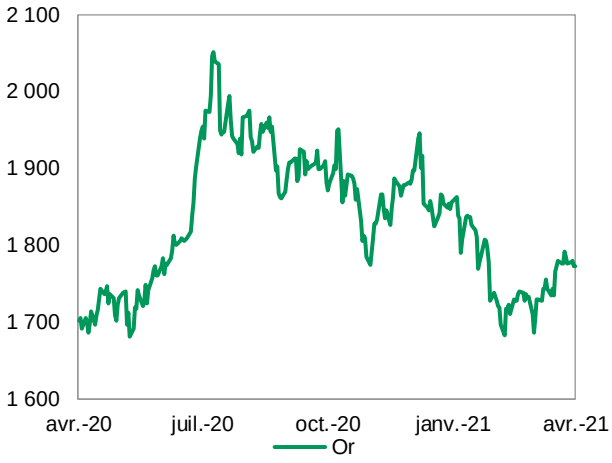
Indice boursiers (100 = début de période) et volatilité VIX



Source : Thomson Reuters

Cours de l'once d'or

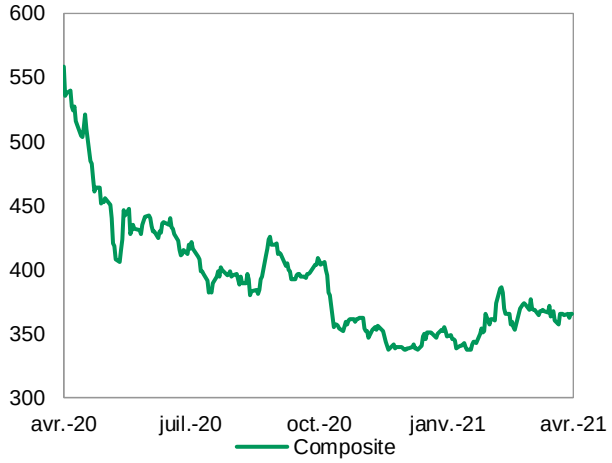
USD/Once troy (Londres)



Source : Thomson Reuters

Spreads souverains émergents avec le T-Bond

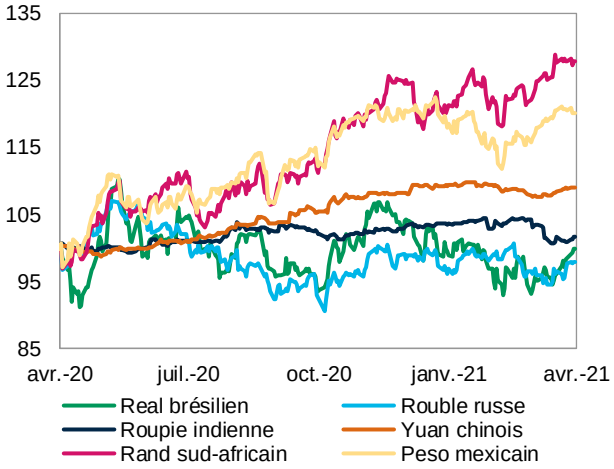
Indices EMBI+ (pdb, dette en USD de plus d'un an)



Source : JP Morgan

Devises émergentes

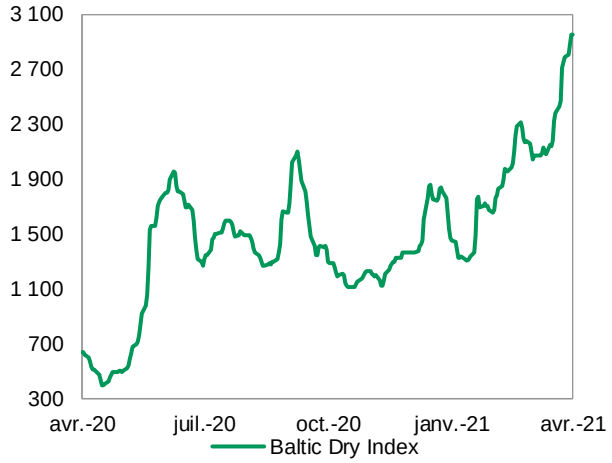
/USD (indice 100 = début de période)



Source : Thomson Reuters

Coût du transport maritime de vrac sec

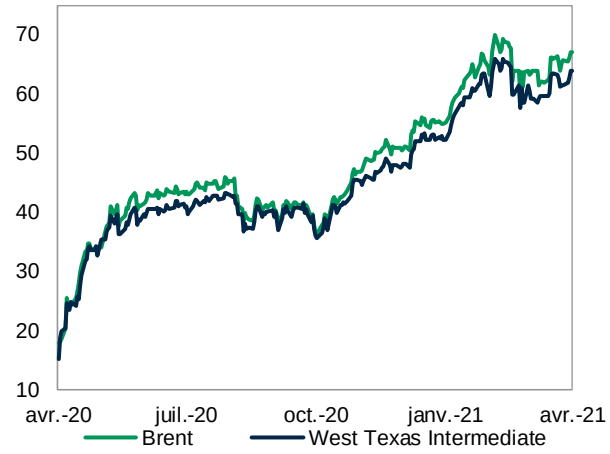
Baltic Dry Index (USD/point)



Source : Baltic Exchange

Cours du baril de pétrole brut en USD

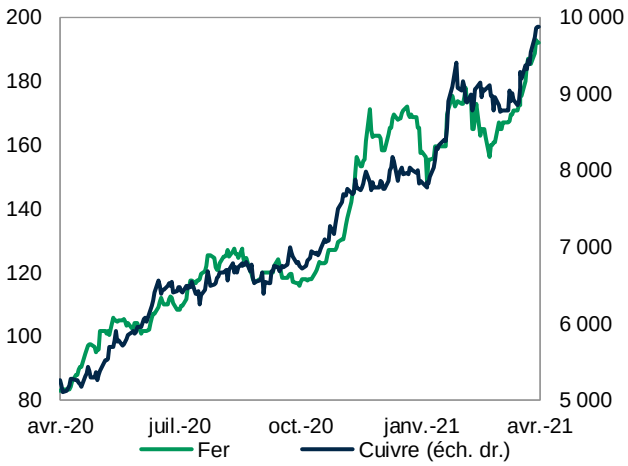
Brent (mer du Nord) et WTI (golfe du Mexique)



Source : Thomson Reuters

Cours des métaux

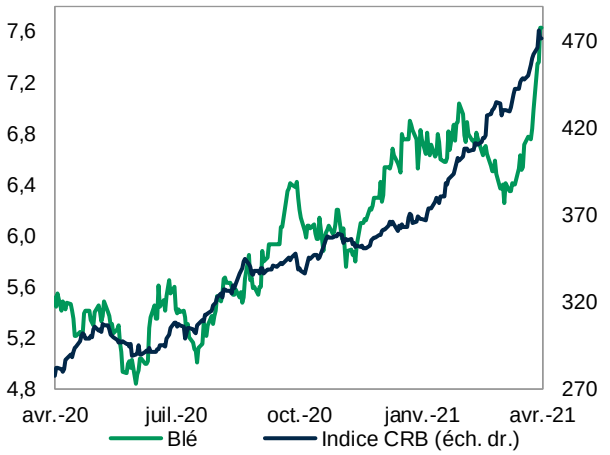
USD/tonne métrique



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
29/04/2021	Afrique sub-saharienne : le défi du financement de la reprise en attendant l'après-crise	Emergents
29/04/2021	L'inflation dans les pays émergents	Emergents
29/04/2021	Inflation en Asie – Inflation, désinflation, déflation ?	Asie
28/04/2021	PRISME – L'analyse de la conjoncture et de l'actualité agricole et agroalimentaire du Crédit Agricole	Agri-agro
28/04/2021	Royaume-Uni – Scénario 2021-2022 : des perspectives revues à la hausse grâce à la vaccination	Royaume-Uni
28/04/2021	Zone euro – La BCE en mode prudent	UE
27/04/2021	Inflation en France	France
27/04/2021	Chili – Rapide survol pré-électoral	Amérique latine
23/04/2021	Monde – L'actualité de la semaine	Monde

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 BENADJAOUD, Ticiano BRUNELLO, Olivier ELUERE, Paola MONPERRUS-VERONI (coordination zone euro), Sofia TOZY, Philippe VILAS-BOAS
États-Unis, 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), Agustina GALLI VEGA
Afrique du Nord, Moyen-Orient : Olivier LE CABELLEC
Afrique sub-saharienne : Nathan QUENTRIC
Géo-économie : Tania SOLLOGOUB, Pierre BUCAILLE

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.