

# Perspectives

Hebdomadaire – N°21/372 – 26 novembre 2021

## MONDE – L'actualité de la semaine

|   |    |
|---|----|
| ☞ Des marchés qui se préparent aux aléas hivernaux.....   | 2  |
| ☞ L'Europe se consolide au centre et au sud .....   | 3  |
| ☞ France : le climat des affaires progresse dans tous les secteurs en novembre .....                  | 4  |
| ☞ Zone euro : premier signes d'assouplissement des contraintes dans l'industrie en novembre .....     | 5  |
| ☞ Allemagne : croissance du PIB modérée au T3 et davantage sous pression au T4.....                   | 5  |
| ☞ Allemagne : le feu vert est donné pour la coalition tricolore .....                                 | 6  |
| ☞ Italie : le rendez-vous d'Italia Viva .....   | 7  |
| ☞ Espagne : la réforme sur le marché du travail avance .....  | 8  |
| ☞ Asie : les nuances de la transition démographique .....   | 9  |
| ☞ Pays du Golfe : l'amélioration économique et géopolitique sourit aux pays producteurs du Golfe..... | 10 |
| ☞ Zambie : les prix du cuivre en soutien en attendant la restructuration.....                         | 11 |

## Des marchés qui se préparent aux aléas hivernaux

Aux États-Unis, Jerome Powell a été reconduit au poste de président de la Fed, un choix trans-partisan du président Biden, qui garantit ainsi la continuité de la politique monétaire américaine actuelle. La lecture du procès-verbal de la réunion de début novembre du comité de politique générale de la banque centrale a toutefois révélé que de plus en plus de participants s'inquiétaient des effets néfastes que pouvaient exercer une inflation durablement élevée sur l'économie, les poussant à envisager non seulement une décélération plus rapide des achats d'actifs d'ores et déjà entamée (et dont la fin au rythme actuel est programmée pour juin prochain), mais aussi une hausse des taux directeurs plus précoce qu'initialement attendu. Des perspectives qui relancent le questionnement sur une éventuelle action complémentaire de la Fed lors de la réunion de mi-décembre. La deuxième estimation du PIB américain a, en effet, confirmé une croissance limitée au troisième trimestre par le variant delta, à 2,1% en rythme trimestriel annualisé après 6,7% au T2, mais les récents indicateurs conjoncturels confirment une dynamique plus soutenue de la croissance au T4. Par ailleurs, le nombre de nouvelles inscriptions hebdomadaires au chômage est tombé à son plus bas niveau depuis 1969, tandis que la mesure de l'inflation reste plus de deux fois plus élevée que la cible de la banque centrale. De plus, les pénuries de main-d'œuvre plaident pour une poursuite plus durable des hausses salariales. Sur le front sanitaire, le pays semble pour l'heure relativement épargné par la vague épidémique dont l'épicentre s'est déplacé vers l'Europe. L'ensemble de ces signaux ancre peu à peu l'idée qu'une accélération du resserrement de la politique monétaire pourrait advenir rapidement, une vision assez éloignée de celle existant sur le Vieux continent.

En zone euro, l'indice composite des directeurs d'achat a surpris positivement à la hausse pour le mois de novembre, grâce à l'accélération des activités de services et dans une moindre mesure de l'activité industrielle. Toutefois, les perspectives à court terme s'assombrissent en raison de la résurgence épidémique qui fait craindre de nouvelles mesures plus restrictives, avec pour corollaire un dernier trimestre de croissance potentiellement plus terne qu'espéré. La croissance du PIB allemand au troisième trimestre a confirmé un premier ralentissement à 1,7% en variation trimestrielle, contre 2% au T2, une déception au regard du rebond attendu. Cela s'explique avant tout par les problèmes persistants d'approvisionnement qui freinent la capacité productive du pays et viennent peser lourdement sur les coûts de production. Dans ce contexte de craintes inflationnistes, la consommation a par

ailleurs été réfrénée durant le trimestre au profit d'une épargne encore élevée. Parallèlement, l'indice du climat allemand des affaires s'est contracté pour le quatrième mois consécutif en novembre, soulignant le poids des pénuries et le durcissement des contraintes sanitaires comme principaux motifs d'inquiétude des entreprises. Sur le front sanitaire, la propagation du virus en Europe s'est encore intensifiée au point d'instaurer ici et là de nouvelles restrictions plus discriminantes envers les non-vaccinés, et poussant certains pays à un nouveau confinement. Pour tenter d'enrayer cette nouvelle vague, un grand nombre de pays a élargi et intensifié l'accessibilité de la dose de rappel, tout en encourageant la vaccination des plus jeunes. Mais pour l'heure, le risque de saturations hospitalières s'accroît, incitant à privilégier davantage les restrictions de contacts pour tenter de sauver les fêtes de fin d'année.

Dans ce contexte, les marchés actions mondiaux ont montré un moindre appétit pour le risque cette semaine. Les bourses européennes pâtiennent -des craintes épidémiques, tandis que le S&P 500 s'est tout juste stabilisé avant *Thanksgiving*. Néanmoins, la découverte d'un nouveau variant en Afrique du Sud a fait décrocher les bourses ce vendredi dès l'ouverture. Le CAC a perdu 4,8% sur la journée et le S&P 500 perdait 2,2% à 18 heures, heure de Paris.

Les rendements obligataires d'État suggèrent que les investisseurs demeurent dans l'expectative de prochains ajustements des politiques monétaires. Les rendements des bons du Trésor américain de maturité courte ont augmenté de 3 points, tandis que le Bund allemand à deux ans est resté relativement stable. À l'inverse, le Bund à dix ans s'est hissé de 3 points, tandis que l'UST à dix ans a reculé de 2 points. Dans le même temps, les primes de risques italienne, française et espagnole se sont écartées de respectivement 10, 9 et 4 points face au Bund allemand.

Sur le marché des changes, la devise européenne a cédé du terrain face au dollar (-0,3%) sur fond de croissance plus robuste et d'une moindre résurgence de la crise sanitaire.

Enfin, le prix du baril de pétrole en mer du Nord s'établit à 78,4 dollars, en baisse de 0,6% sur la semaine, grâce à la relâche des réserves pétrolières stratégiques américaines coordonnée avec des mesures similaires dans d'autres pays pour limiter les impacts inflationnistes.

## Éditorial

### L'Europe se consolide au centre et au sud

L'axe d'influence politique au sein du Conseil européen se renforce en s'élargissant au sud avec le traité du Quirinal entre la France et l'Italie et en consolidant le traité d'Aix-la-Chapelle avec un rapprochement des positions franco-allemandes sur la réforme de l'UE, suite à la conclusion du nouveau contrat de coalition allemand.

Le rapprochement franco-italien intervient après une longue négociation diplomatique, initiée en 2017 et mise en pause pendant plus d'un an, entre les deux gouvernements Conte (M5S-Ligue et M5S-gauche). Le traité s'articule autour de onze chapitres thématiques (des affaires étrangères à la défense, en passant par les migrations, le développement économique, la recherche, la transition écologique et autres) et sur un programme de travail qui identifie comment concrètement les deux gouvernements – au travers de rencontres et de sommets réguliers et de mécanismes de consultation et de coopération – devront poursuivre les objectifs fixés. Le modèle est le traité d'Aix-la-Chapelle, signé en 2019 entre E. Macron et A. Merkel pour raviver le traité de l'Élysée. Cette nouvelle ère de coopération renforcée entre la France et l'Italie devrait être profitable aux deux pays. L'Italie se tourne désormais vers l'Europe avec plus d'intérêt et de confiance et peut peser davantage dans la construction d'un accord pivot autour duquel construire le consensus européen. Un aspect positif du traité est sans doute la volonté de donner plus de poids aux pays méditerranéens de l'Union, qui sont expressément mentionnés dans le texte. Sur les questions économiques ou sur l'immigration, les Français peuvent contribuer à faire le lien entre les pays du sud et les pays du nord de l'Europe. Cela renforcerait également l'axe anti-frugalité en vue de la discussion sur la réintroduction ou la modification du pacte européen de stabilité et de croissance.

Le renforcement de cette coopération avec un deuxième membre de poids de l'UE consolide le rôle

central de la France dans la recherche d'un compromis européen et ce, au moment où elle s'apprête à prendre la présidence de l'UE (premier semestre 2022). Un autre point de convergence entre les deux pays concerne la défense européenne commune qu'E. Macron veut placer en tête de l'agenda de la présidence française.

Les dirigeants français et italiens sont donc unis par des objectifs stratégiques communs et prêts à faire face à l'enjeu de la transition européenne *post-Merkel*.

Outre-Rhin, le tout récent accord de coalition entre le SPD, les Verts et les libéraux, ouvre la voie à un déblocage de plusieurs dossiers, longtemps verrouillés, sur la réforme de l'Union européenne. Une ouverture timide à la modification des règles budgétaires, notamment, pour mieux prendre en compte les besoins d'investissement est opérée. Sur l'Union bancaire, la coalition réitère l'objectif d'une réassurance européenne pour les systèmes nationaux de garantie des dépôts (en différenciant strictement les cotisations en fonction des risques), après avoir rendu plus strict le régime de résolution et avoir réduit la concentration sur les souverains dans les bilans bancaires. Des avancées plus claires se dessinent dans le gros programme de financement commun des infrastructures européennes dans l'énergie, le numérique, la recherche et le rail. L'accord de coalition pousse aussi l'Allemagne à peser en Europe pour matérialiser l'accord interinstitutionnel sur les nouvelles ressources propres pour le budget de l'UE et à modifier la règle de l'unanimité au sein du Conseil. Cet engagement européen de la coalition est institutionnalisé par une coordination renforcée sur les politiques européennes entre les trois partenaires.

Décidément, la présidence française de l'UE s'ouvre sous des bons auspices.

## Zone euro

### France : le climat des affaires progresse dans tous les secteurs en novembre

Le climat des affaires a positivement surpris en novembre. Il est en hausse de 2 points à 114, un niveau record depuis juin 2011 et toujours bien supérieur à sa moyenne de long terme (100). Si le climat des affaires dans les services gagne un point à 114, la hausse est plus forte dans l'industrie où le climat des affaires atteint 109, après 107 en octobre, alors que l'activité manufacturière reste perturbée par les pénuries de biens intermédiaires et les tensions sur les chaînes d'approvisionnement. Les carnets de commandes se garnissent et les perspectives de production s'améliorent pour les prochains mois. Le solde d'opinion sur l'évolution des prix de vente est également en hausse, signe que l'inflation devrait rester élevée, au moins dans les trois prochains mois. Au niveau sectoriel, on remarque en particulier une hausse du climat des affaires dans les « autres matériels de transport », c'est-à-dire l'aéronautique et le naval. La production du secteur aéronautique semble se redresser lentement depuis quelques mois et la reprise pourrait accélérer selon ces données d'enquête. Airbus a notamment décroché un important contrat lors du salon aéronautique de Dubaï au début du mois de novembre. À l'inverse, le climat des affaires dans le secteur automobile recule de 4 points à 96,

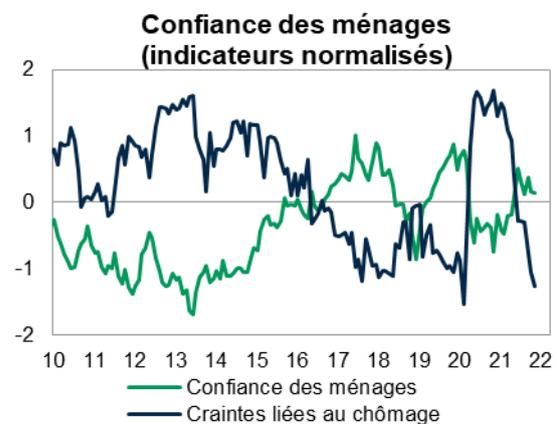
la production du secteur étant toujours pénalisée par la pénurie de semi-conducteurs, malgré une demande importante.

Les enquêtes PMI d'IHS Markit transmettent un message similaire aux enquêtes Insee en novembre. L'indice composite gagne 1,6 point à 56,3, nettement en zone d'expansion de l'activité économique (> 50). Au niveau sectoriel, le PMI manufacturier atteint 54,6, après 53,6 en octobre – une hausse portée par le remplissage des carnets de commandes – tandis que les stocks de produits finis se réduisent, ce qui témoigne d'une demande toujours vigoureuse. Dans les services, l'indice progresse de 1,6 point à 58,2 et est au plus haut depuis janvier 2018.

Du côté des consommateurs, l'optimisme est nettement plus mesuré. La confiance des ménages est stable en novembre à 99, un point en dessous de sa moyenne historique. Si les craintes du chômage baissent à nouveau et sont à un niveau bien inférieur à la moyenne historique, la perception de l'inflation est en nette hausse et pèse sur les perspectives d'évolution de la situation financière des ménages.



Sources : Insee, Crédit Agricole SA ECO



Sources : Insee, Crédit Agricole SA ECO

**✓ Notre opinion** – La hausse du climat des affaires est une nouvelle positive pour l'activité dans les prochains mois, notamment dans le secteur manufacturier avec l'accélération de la reprise dans l'aéronautique. Néanmoins, les enquêtes ont majoritairement été menées avant la forte augmentation du nombre de cas de Covid 19 et la généralisation de la dose de rappel de vaccin à l'ensemble de la population. La situation épidémique pourrait entraîner une hausse de l'incertitude à court terme. L'absence de restrictions telles qu'un couvre-feu ou une limitation de la consommation (via des jauges dans les restaurants par exemple) devrait toutefois limiter l'impact négatif de la 5<sup>e</sup> vague sur l'économie.

Les ménages restent plus prudents et la perception des récentes pressions inflationnistes est forte, malgré le gel des prix du gaz ou l'annonce de la prime inflation par le gouvernement. Néanmoins, ces tensions sur les prix devraient diminuer au deuxième semestre 2022 et les craintes du chômage sont à un niveau extrêmement bas, ce qui devrait limiter les comportements de prudence, malgré une hausse du solde d'opinion sur les capacités d'épargner (le solde d'opinion sur les opportunités d'épargner est en revanche stable à un niveau élevé). L'impact sur la consommation devrait donc être limité.

*Toutefois les incertitudes restent fortes. Nos prévisions pourraient être un peu révisées en baisse dans le cas d'une nouvelle dégradation de la situation sanitaire liée par exemple à la propagation d'un nouveau variant très contagieux (tel que celui récemment signalé en Afrique du Sud), qui conduirait à de nouvelles mesures de restrictions.*

**Zone euro : premier signes d'assouplissement des contraintes dans l'industrie en novembre**

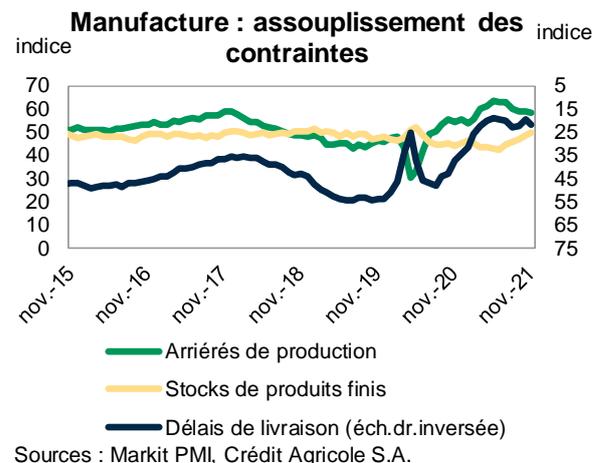
La première estimation de l'indice PMI composite de novembre (55,8 points après 54,2) signale une accélération de l'activité dans la zone euro. Ce renforcement du rythme de croissance est plus marqué dans les services (56,6, après 54,6) que dans le secteur manufacturier (58,6, après 58,3).

Des signaux confus concernent les perspectives du fait d'une légère amélioration des nouvelles activités et d'une dégradation de la production future dans les services et, au contraire, de meilleures perspectives de production dans le secteur manufacturier en dépit de commandes en baisse.

L'emploi continue de s'afficher en hausse dans les deux secteurs tout comme les prix. Les prix des entrants atteignent un nouveau pic et entraînent une nouvelle hausse des prix des ventes. Cependant, le transfert n'est que partiel, la hausse des prix des *inputs* restant plus dynamique que celle des prix de vente.

Malgré le rebond de novembre, l'activité de deux premiers mois du quatrième trimestre reste inférieure en moyenne à celle du troisième trimestre.

Cette modération de la croissance se traduit par un premier assouplissement des contraintes d'offre dans le secteur manufacturier : les arriérés de production sont en légère baisse et la remontée des stocks de produits finis rend ces derniers plus cohérents avec l'état des commandes. En revanche, les délais de livraison s'allongent encore.



**Notre opinion** – La croissance de l'activité est en cours de modération au cours du quatrième trimestre, après avoir progressé au rythme de 2,2% au troisième trimestre et de 2,1% au deuxième trimestre. En revanche, le rythme de progression de l'emploi est signalé en hausse, après avoir presque retrouvé son niveau d'avant la pandémie à la fin de l'été.

L'inflation aussi est en accélération avec un effet de second tour qui, bien qu'incomplet, s'installe et nourrit l'inflation sous-jacente. Ces indications des données d'enquêtes font peser un risque baissier sur notre prévision de septembre qui anticipait une croissance du PIB de 1,1% en rythme trimestriel au T4 2021, ainsi que sur notre prévision d'inflation.

L'amélioration continue de l'emploi, plus rapide que celle de l'activité montre que les dégâts de la pandémie sur le marché du travail sont moindres que ce qu'on avait anticipé. Le véritable test de résilience de cette phase de reprise est désormais constitué plus par la persistance de l'inflation et des contraintes sur l'offre industrielle que par les destructions d'emplois.

**Allemagne : croissance du PIB modérée au T3 et davantage sous pression au T4**

Le PIB allemand a augmenté de 1,7% en variation trimestrielle au troisième trimestre 2021, soit un léger ralentissement par rapport au T2 (+2% révisé à la hausse de 0,1 point par rapport à la dernière publication). Le troisième trimestre a été marqué uniquement par une accélération de la consommation privée (avec une contribution de +3 points de croissance), les autres composantes ayant, au contraire, pesé sur la croissance. L'investissement dans son ensemble contribue négativement à hauteur de -0,5 point de PIB, avec la construction comptant pour -0,2 point et l'investissement

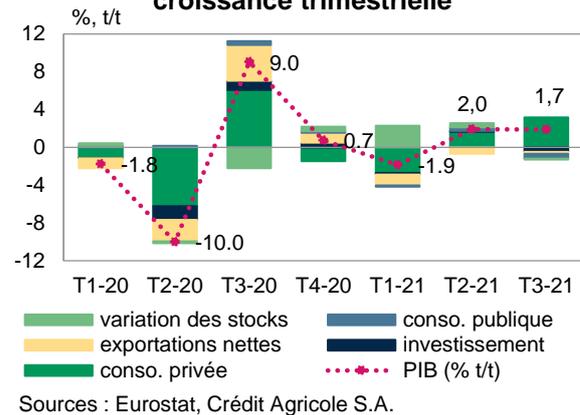
productif pour -0,3 point. Les exportations nettes ont contribué pour -0,2 point de PIB sous l'effet d'un recul des exportations (-1% t/t) plus prononcé que celui des importations (-0,6% t/t). Enfin, les variations de stocks ont pesé pour -0,1 point sur la croissance du trimestre.

La décomposition par valeur ajoutée signale une hausse conséquente de la valeur ajoutée dans les services et une baisse dans l'industrie. La valeur ajoutée dans l'industrie a chuté de 2,2% t/t sur le T3 et celle de la construction de 1,2% t/t. À l'inverse, la valeur ajoutée a augmenté très nettement dans les

autres services qui englobent les divertissements et loisirs récréatifs (+13,5% t/t). La valeur ajoutée des activités de commerces, de transport, d'hébergement et restauration a progressé de 5,3% t/t.

Le nombre de personnes en emploi a atteint 44,9 millions de personnes, en hausse de 170 000 personnes sur le trimestre. Toutefois, le nombre de personnes en emploi reste encore inférieur de 0,8% à son niveau d'avant-crise. Le nombre moyen d'heures travaillées par personne a augmenté de 1,8% au T3 par rapport au même trimestre un an plus tôt, ce qui reflète en partie un moindre usage du chômage partiel. Par ailleurs, le taux d'épargne des ménages s'est réduit à 12,2% au T3, après 16,8% au T2 et 19% au T1. Toutefois, la propension à épargner des ménages reste encore élevée comparativement au niveau d'avant-crise (10,7% au T4 2020).

**Allemagne : contributions à la croissance trimestrielle**



**Notre opinion** – La croissance de l'activité allemande est restée relativement modérée au T3, comparativement aux attentes d'une reprise plus soutenue initialement escomptée. Si la consommation s'est révélée particulièrement dynamique, l'investissement et les exportations nettes se sont repliées. Les problèmes d'approvisionnement et les pressions inflationnistes sont venus peser lourdement sur le secteur industriel allemand et ses débouchés à l'exportation. Les incertitudes sur la dissipation de ces deux facteurs, dont l'échéance semble sans cesse repoussée, conduisent à une plus grande prudence dans les anticipations de croissance du dernier trimestre. L'évolution sanitaire vient elle aussi faire peser un risque baissier supplémentaire sur notre scénario de croissance. Dans l'état actuel, l'acquis de croissance laissé par ce trimestre est de 2,6%, ce qui s'avère être une reprise assez modeste comparativement au recul du PIB de 4,9% enregistré l'an dernier.

**Allemagne : le feu vert est donné pour la coalition tricolore**

Les négociations de coalition entre le SPD, les Verts et les libéraux du FDP ont abouti cette semaine sur un contrat intitulé « Oser plus de progrès ». Cet accord est en ligne avec la feuille de route exploratoire dressée le 15 octobre dernier et arrive dans les temps pour une nomination du chancelier autour du 6 décembre, matérialisant la prise de fonction effective du nouveau gouvernement. Dans les grandes lignes, les partenaires de la coalition se sont entendus pour ne pas augmenter les impôts sur le revenu des ménages, ni celui des entreprises. Ils ont validé également le respect du frein à l'endettement dès 2023. Du côté des mesures sociales, le salaire minimal horaire passera à 12 € de l'heure contre 9,60 € et le maintien du niveau des retraites à 48% des salaires demeure garanti durant tout le mandat. La suppression de la surtaxe d'électricité est également amenée à disparaître dès le 1<sup>er</sup> janvier 2023. Enfin, l'encadrement de la hausse des prix des loyers est fixé à 11% sur trois ans, au lieu de 15% précédemment.

Du côté des mesures écologiques, l'abandon du charbon d'ici à 2030 (soit huit ans en avance sur les objectifs précédemment fixés) est confirmé. Il

s'accompagne d'un objectif de 2% de la surface terrestre qui devrait être consacrée à l'usage de l'énergie éolienne (soit le double des précédents objectifs) et une hausse conséquente des capacités éoliennes *offshore* (qui sont passées de 20 à 30 gigawatts) sur la période. L'augmentation des énergies renouvelables attendue devrait ainsi permettre d'atteindre une part de 80% de la consommation d'électricité verte d'ici 2030 (contre 65% attendu précédemment), soit très largement au-dessus des 50,5% enregistré l'an dernier. De plus, l'objectif de 15 millions de voitures 100% électriques en circulation sur les routes allemandes est également mis en avant. À ce tournant écologique s'ajoute l'engagement d'une numérisation croissante de l'économie comme enjeu majeur.

En termes de distributions ministérielles, les Verts obtiennent un grand ministère de l'Économie et de la protection du climat, les Affaires étrangères, la Famille, ainsi que l'Environnement. Le SPD se réserve l'Intérieur, la Défense et la Santé, tandis que les libéraux prendront la charge des Finances, de la Justice, du Transport et du Numérique, ainsi que l'Éducation et la Recherche.

☑ **Notre opinion** – *L'accord signé par les partenaires de la coalition trace le chemin d'une transition économique et écologique ambitieuse avec des objectifs en matière d'énergies renouvelables et de modernisation de l'économie élevés. Il marque également le pas sur les questions sociales avec la revalorisation du salaire minimal horaire et la protection du niveau actuel des pensions. L'élection d'Olaf Scholz au poste de chancelier devrait intervenir dans le courant de la semaine du 6 décembre. La mise en œuvre de cet accord représente un enjeu majeur de modernisation du pays qui passera par des investissements massifs difficilement conciliables avec le strict respect des règles budgétaires européennes actuelles.*

### 👉 **Italie : le rendez-vous d'Italia Viva**

Matteo Renzi fait de nouveau l'actualité politique en ouvrant la onzième édition de *Leopolda*, la grande kermesse d'*Italia Viva*. L'ancien Premier ministre, dont le poids politique ne reflète en rien celui dans les urnes, distribue les bons et les mauvais points et exprime sa vision quant au devenir de la politique italienne. Une tribune dont il tente de tirer le meilleur parti, alors qu'il est empêtré dans plusieurs polémiques. La première est celle de l'affaire de la fondation Open, qu'il a longuement abordé au cours de l'après-midi du samedi 20 novembre, dénonçant notamment l'attitude des procureurs florentins qu'il accuse d'avoir violé son immunité de sénateur. Le sénateur est, en effet, cité dans l'enquête sur l'*Open Foundation*, le « coffre-fort » qui a financé son ascension du poste de maire de Florence à celui de Premier ministre. La seconde polémique concerne ses activités de consultant auprès de certains pays du Golfe.

Le trublion de la politique italienne a donc abordé son grand rendez-vous annuel en mauvaise posture et pourtant le voici en train de préparer l'après. C'est bien ce que l'on retiendra de la rencontre florentine avec un premier chiffre : soixante-treize. C'est le nombre de parlementaires qui ont participé au grand rendez-vous, un nombre qui va plus loin que les quarante-deux députés du parti renzien et qui

regroupe des invités d'*Azione* et de *+Europa*. Un prémice au projet de centre qu'essaie d'insuffler Mattéo Renzi et qui pourrait peser sur l'élection présidentielle. Le postulat de l'ancien président du Conseil est simple, la polarisation à droite et à gauche de l'échiquier politique italien laisse une large place vacante au centre qui pourrait espérer près 15% des voix. Une force politique dans la lignée de l'action du gouvernement Draghi qui séduirait aussi bien les puristes de *Forza Italia* (FI) que les européistes tels que Carlo Calenda et qui pourrait peser face au rapprochement entre la Ligue et *Fratelli d'Italia* d'un côté et le mouvement 5 étoiles et le PD de l'autre. Ce grand centre, alors même qu'il reste à l'état d'hypothèse, fait déjà face à deux obstacles. Tout d'abord, l'obstacle de l'incarnation. Bien que l'idée soit portée par *Italia Viva*, la personnalité clivante de Matteo Renzi semble le disqualifier d'office. Il reste alors à trouver une incarnation à ce centre qui pourrait rassembler au-delà même des partis. Le nom de Mara Carfagna (FI) a été évoqué à ce titre. Le deuxième obstacle est celui de la loi électorale qui dans sa mouture actuelle impose la mise en place d'accord de coalition avant la tenue du scrutin et disqualifie d'office les petits partis. Or, faire une révolution de couloir est une chose, mais modifier la loi électorale est une toute autre histoire.

☑ **Notre opinion** – *La création d'un grand centre par Matteo Renzi est -elle possible ? Rien n'est moins sûr. Alors que le pays s'apprête à élire son président, l'équation politique reste très compliquée à résoudre, même pour celui qui a réussi à mettre Mario Draghi aux manettes, tout en faisant tomber le mouvement 5 étoiles. Malgré cela, l'échéance du 18 janvier approche et la question de savoir si Mario Draghi pourrait quitter ses fonctions de Premier ministre pour endosser le rôle de chef de l'État est systématiquement remise à plus tard. Pourtant, les partis s'organisent et les jeux d'alliances et de mésalliances commencent déjà à se mettre en place. Mario Draghi reste pour beaucoup le meilleur candidat, mais s'il rejoint le Quirinal, la question des élections va se poser. Or, ce qui était brandi comme un épouvantail garantissant la stabilité du gouvernement par un équilibre des forces opposées ne semble plus faire si peur.*

## Espagne : la réforme sur le marché du travail avance

Les négociations entre le gouvernement et les partenaires sociaux sur la réforme du marché du travail entrent dans leur dernière ligne droite, après près de huit mois de désaccords et de progrès limités entre les parties et au sein même de l'exécutif.

Le gouvernement a jusqu'au 31 décembre pour approuver la réforme, comme il s'y est engagé avec Bruxelles dans le cadre du plan de relance.

Les négociations se succèdent et la CEOE (Confédération espagnole des entreprises) maintient son refus aux propositions du gouvernement. Le dernier projet propose de limiter les contrats CDD à 4% des emplois dans les PME et à 8% dans les grandes entreprises, de fixer leur durée maximale à trois mois et l'obligation de les transformer en CDI au bout de cinq mois. Il envisage également une surcotisation à la charge des employeurs pouvant aller jusqu'à 28 euros pour ceux qui résilient des contrats d'intérim, pour éviter cette pratique le week-end et à Noël.

Il est également proposé de réduire les types de contrats de travail à trois ; un contrat « stable » pour toutes les activités, un autre « temporaire » et un troisième contrat « formation ou stage » pour l'insertion sur le marché du travail. La généralisation du contrat stable et la simplification des contrats CDD

est proposée afin de favoriser la stabilité de l'emploi, en veillant à ce que les contrats temporaires répondent à la nature de l'activité et s'associent à un cadre adéquat de formation.

Parallèlement, le projet voit la création d'un dispositif permanent de formation et de requalification des travailleurs pour accompagner l'ajustement des entreprises, à la fois temporaire face à des baisses importantes de la demande et structurel en cas de reconversion d'activité nécessitant l'adaptation des travailleurs ou la transition vers d'autres types d'emplois ou de secteurs.

À cet égard, le gouvernement indique que sur la base de l'expérience du mécanisme ERTE (chômage partiel), il y aura un instrument permanent d'ajustement interne aux entreprises (mécanisme RED), rejeté pour l'instant, tant par la CEOE que par les syndicats.

Le processus de réformes sur lequel le gouvernement s'est engagé vis-à-vis de Bruxelles prévoit également la modernisation des politiques actives de l'emploi, ainsi que la simplification et la rationalisation des incitations à l'embauche, selon l'analyse rendue par l'Autorité fiscale indépendante (AIREF).

**✓ Notre opinion** – *Un point important de conflit entre les partenaires sociaux est le nouvel instrument de chômage partiel proposé par le gouvernement : le mécanisme RED pour la flexibilité et la stabilisation de l'emploi. Selon le projet du gouvernement, les nouvelles modalités du RED s'ajouteront et coexisteront avec l'ERTE pour des raisons économiques, techniques, organisationnelles et de production, ainsi que celles de force majeure. Il y aurait pour tous les cas des exemptions de cotisations de sécurité sociale (encore à déterminer) liées à la formation des travailleurs concernés.*

*Le nouveau mécanisme RED, qui nécessitera une activation préalable par le Conseil des ministres, s'appliquera lorsqu'un secteur subit des changements structurels, organisationnels, techniques ou productifs ; l'introduction de nouvelles méthodes de travail ou de processus de production tels que l'automatisation, qui génèrent des pertes de compétitivité liées au maintien de la main-d'œuvre. Les changements entraîneront la nécessité de requalifier les travailleurs, afin de garantir leur emploi dans la même entreprise ou pour leur transition professionnelle vers une autre entreprise ou un autre secteur.*

*Les entreprises qui embauchent des travailleurs affectés par le mécanisme RED en CDI, y compris les contrats permanents-discontinus, auraient droit à une baisse des cotisations de 50% pendant une période de six mois. La réduction du temps de travail applicable dans le cadre du mécanisme RED pourrait être comprise entre 10% et 70%. Le gouvernement propose également que les entreprises autorisées à appliquer un mécanisme RED puissent bénéficier d'exonérations de cotisations, dès lors qu'elles organisent des formations pour les salariés concernés, et puissent en même temps bénéficier d'une augmentation du crédit pour le financement de la formation programmée, qui passera de 320 euros par personne à 425 euros, en fonction du nombre de travailleurs. Si ces obligations ne sont pas respectées, les entreprises devront rembourser le montant des exonérations. Les travailleurs concernés par un mécanisme RED auront droit à une allocation de 70% de la base réglementaire, non cumulable avec les allocations de chômage ou les subventions, mais cumulable avec le travail à temps partiel. La période de perception de la prestation ne serait pas considérée au fin de la cotisation salarié. La proposition de l'exécutif prévoit la création d'un fonds pour couvrir ces nouveaux ERTE, à l'instar du Fonds de réserve pour les retraites, qui aurait pour objectif de répondre aux besoins de financement futurs en termes de prestations pour les travailleurs, d'exonérations de cotisations patronales et de dépenses de formation.*

## Pays émergents

### Asie

#### Asie : les nuances de la transition démographique

L'avenir de la population mondiale se joue encore en Asie. Les projections réalisées par les Nations unies montrent qu'à horizon 2050, cinq des dix pays les plus peuplés (Inde, Chine, Pakistan, Indonésie, Bangladesh) se situent dans cette zone. Les situations sont en revanche très hétérogènes suivant les pays. Alors que la Chine, confrontée à une accélération rapide du vieillissement de sa population, autorise depuis mai 2021 trois enfants par famille, d'autres économies de la zone, comme les Philippines ou le Pakistan, entament à peine leur transition démographique.

#### Un nord vieillissant, un sud en plein essor

À horizon 2100, le classement des pays par population devrait donc connaître quelques modifications de taille. La première, et non des moindres, c'est que la population de l'Inde devrait dépasser celle de la Chine dans les cinq prochaines années. Le Japon, quatrième pays le plus peuplé d'Asie jusqu'au milieu des années 1990, n'occuperait plus que la huitième place en 2100, avec une population d'à peine 75 millions d'habitants, contre près de 130 millions à son apogée. Le Pakistan passerait devant l'Indonésie, alors que les Philippines distanceraient largement le Vietnam, pourtant d'une taille comparable aujourd'hui.

Les pays d'Asie peuvent ainsi se classer en trois grands groupes : ceux qui ont ou vont achever leur transition démographique très prochainement, ceux qui devraient l'achever à horizon 2060, et ceux pour lesquels l'échéance est beaucoup plus lointaine, au-delà de 2060.

Le premier groupe rassemble sans surprise les économies les plus avancées de la zone (Japon, Corée du Sud, Taïwan), dans lesquels la faible natalité s'est accompagnée d'un vieillissement rapide de la population. On y retrouve également la Chine, qui a connu la transition démographique la plus rapide du siècle et tente maintenant de raviver la fécondité, sans succès pour l'instant, mais aussi de manière plus surprenante la Thaïlande.

Plus surprenante car ces deux pays (Chine et Thaïlande) ont des niveaux de PIB par habitant bien plus faibles que les autres économies du groupe (entre 15 et 20 000 dollars par habitant en parité de pouvoir d'achat (ppa) pour la Chine et la Thaïlande, contre 40 à 50 000 dollars pour la Corée, le Japon ou Taïwan). Le vieillissement de la population est donc un défi pour le système de retraite (presque inexistant dans ces deux pays) et le coût de la main

d'œuvre, la Chine et la Thaïlande ayant en partie fondé leur développement sur une production à bas coûts.

Au sein du deuxième groupe, le Bangladesh, le Vietnam et l'Inde sont trois économies encore relativement pauvres et rurales (le taux d'urbanisation y est inférieur à 40%), mais aussi très exposées au changement climatique. L'enjeu pour ces pays est donc que la transition démographique s'accompagne d'un développement de l'industrie et des services, qui permettrait d'absorber les nouveaux entrants sur le marché du travail, plutôt que de les cantonner à de l'agriculture de subsistance dans les campagnes.

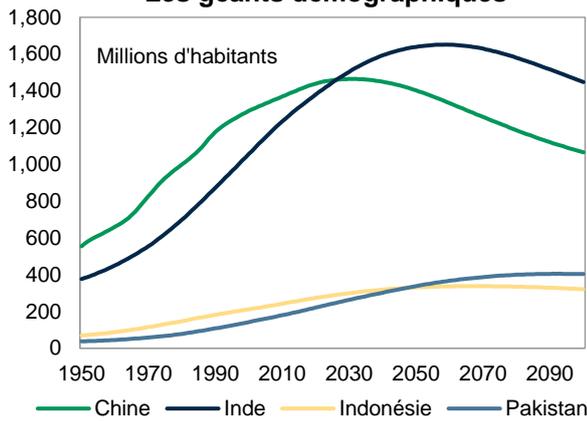
Enfin, le troisième groupe réunit des économies de tailles très hétérogènes : deux petits pays (moins de 50 millions d'habitants), le Cambodge et la Malaisie, dans lesquels la hausse de la population est constante, mais graduelle. Pour un pays comme la Malaisie, dans lequel le PIB par habitant en ppa atteint déjà les 30 000 dollars, cet essor démographique peut même représenter un atout face à des économies concurrentes (Thaïlande ou Vietnam). Les Philippines, dont la population devrait augmenter de 50% en soixante ans, ainsi que l'Indonésie et le Pakistan, qui dépassera les 400 millions d'habitants à horizon 2100, sont des pays dans lesquels la transition démographique pose de vrais défis en matière d'infrastructures. D'autant que ces derniers sont aussi particulièrement exposés au changement climatique (cyclones pour l'Indonésie et les Philippines, canicules au Pakistan), et qu'ils présentent un niveau de développement encore très faible (PIB par habitant en ppa inférieur à 12 000 dollars).

#### Année estimée du pic de population

| Avant 2030          | 2030-2060         | Après 2060         |
|---------------------|-------------------|--------------------|
| Japon (2009)        | Bangladesh (2053) | Indonésie (2067)   |
| Corée du Sud (2024) | Vietnam (2054)    | Malaisie (2069)    |
| Thaïlande (2028)    | Inde (2059)       | Cambodge (2070)    |
| Taïwan (2029)       |                   | Philippines (2075) |
| Chine (2030)        |                   | Pakistan (2092)    |

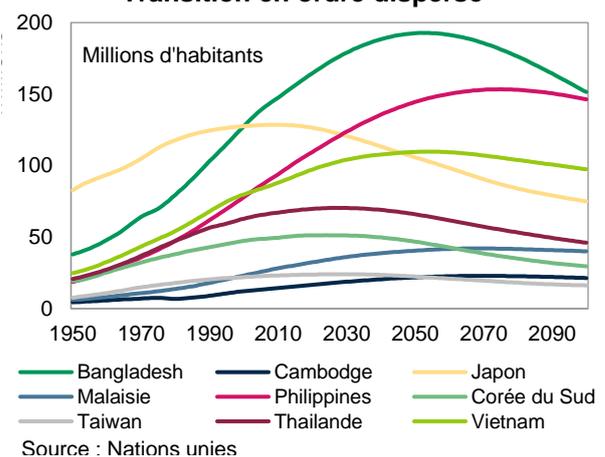
Source : Nations unies

### Les géants démographiques



Source : Nations unies

### Transition en ordre dispersé



Source : Nations unies

**☑ Notre opinion** – La démographie est un des multiples facteurs de l'hétérogénéité croissante observée entre les pays d'Asie. Trop rapide dans certains pays (Chine, Thaïlande), incontrôlée dans d'autres (Philippines, Indonésie, Pakistan), la transition démographique renvoie les économies à leurs faiblesses structurelles et les interrogent sur la soutenabilité de leur modèle de croissance. Intégration des entrants sur le marché du travail, urbanisation, services publics, infrastructures sur fond de changement climatique : autant de défis à relever pour ces économies encore émergentes, dans lesquelles le rôle de l'État reste de surcroît souvent circonscrit à ses missions régaliennes et ne parvient pas à lever les ressources nécessaires à l'accueil d'une population toujours croissante.

## Moyen-Orient et Afrique du Nord

### Pays du Golfe : l'amélioration économique et géopolitique sourit aux pays producteurs du Golfe

L'année 2020 n'est pas encore totalement un mauvais souvenir pour les pays pétroliers du Golfe, car les conséquences économiques de la double crise qu'ont constitué la pandémie et la chute de la demande de pétrole et de ses prix se font encore fortement ressentir sur les pays producteurs.

Pourtant, le rebond économique en cours s'annonce sans doute plus vigoureux qu'il n'était prévu il y a quelques mois. Dans l'ensemble, la croissance moyenne du PIB de l'ensemble des pays du CCG (Conseil de Coopération du Golfe) devrait atteindre 2,5% en 2021, après une récession de 4,9% en 2020. En 2022, cette croissance pourrait même dépasser les 4%. Plusieurs facteurs économiques solides plaident pour la poursuite de l'amélioration de la macro-économie.

Le premier est d'ordre sanitaire. Dans tous les pays la bonne maîtrise de la pandémie a été obtenue grâce à forte réactivité des gouvernements qui ont alterné confinements, couvre-feu et fermeture des frontières pour éviter la propagation du virus. Les moyens médicaux très élevés mis en œuvre pour lutter contre le Covid ont porté leurs fruits et les taux de vaccination des populations sont parmi les plus élevés au monde, souvent supérieurs à 70% des habitants (avec deux doses). Dans les six pays du CCG, aucune nouvelle vague de contamination n'est constatée depuis juin dernier.

Le deuxième facteur est lié à la forte amélioration du marché du pétrole issu de la reprise mondiale. Depuis le début de l'année 2021, le redressement des prix du pétrole et du gaz à 71 dollars par baril en moyenne et la hausse des volumes produits et exportés grâce à l'assouplissement des règles de l'accord OPEP+ soutiennent les activités pétrolières et entraînent une forte hausse des recettes. Cela permet donc le retour des excédents courants dans quatre pays sur six, estimés pour l'année 2021 à 6,8% du PIB de la région. Une performance supérieure à celle de l'année 2019 (6,6%) et qui contraste avec la quasi-absence d'excédents courants en 2020. Avec des taux d'épargne oscillant entre 28% et 60% du PIB, l'amélioration de la position externe est globalement très significative.

Le troisième facteur par ordre d'impact est probablement l'amélioration partielle de l'environnement géopolitique avec la fin de l'embargo contre le Qatar début 2021 et la signature des accords d'Abraham entre les Émirats, Bahreïn et Israël. Ces événements ont un impact sur l'environnement des affaires et la confiance des entreprises et pourraient donner également un léger regain de croissance, même s'il est difficile de l'estimer à ce stade. Les retombées en terme de commerce international et de hausse des échanges qui pourraient en résulter semblent prometteuses, mais dépendront de la concrétisation sur le long terme des accords commerciaux en cours de signature dans la région.

Enfin, d'autres facteurs plus ponctuels comme l'exposition internationale de Dubaï cette année ou la coupe du monde de football au Qatar en 2022 devraient aussi donner un léger regain d'activité. À titre d'exemple, la fréquentation des centres commerciaux et des lieux de loisirs de Dubaï est actuellement de 15% supérieure au niveau pré-Covid (2019).

Avec la reprise économique, les facteurs de croissance sont tous favorablement orientés cette année : la consommation des ménages va progresser de 5%, après une contraction de 8% en 2020, les investissements repartent fortement à la hausse (+6,6%, après une chute de 7,2% l'année dernière) et les exportations vont dépasser cette année leur niveau de 2019, en hausse estimée de 27%, après une chute de 24% en 2020.

En ce qui concerne le tourisme et le transport aérien, deux activités qui représentent des parts non négligeables du PIB entre 8% et 10%, il faudra sans doute attendre 2022 et peut-être 2023 pour retrouver les niveaux d'activité pré-crise Covid. Les récentes commandes d'avions des pays du Golfe lors du salon aéronautique de Dubaï illustre toutefois la confiance des décideurs publics et des entreprises

privées de la région concernant l'avenir du *hub* régional et sa capacité de rebond après la crise majeure qu'a constitué la crise sanitaire.

Le rebond de croissance et l'amélioration des recettes publiques entraîne en 2021 une baisse des déficits budgétaires. De 10% du PIB en moyenne en 2020, on ne devrait plus avoir que 2% de déficit moyen pour ces pays. Le Qatar et les Émirats pourraient d'ailleurs retrouver des excédents budgétaires dès cette année.

En 2020, une forte hausse des dettes publiques, en moyenne de 10% du PIB par rapport à 2019, a été assumée par les États, car l'augmentation intègre de vastes plans de soutien estimés à 10% du PIB, qui incluent le soutien à des nombreuses entreprises publiques, parapubliques, voire privées en difficulté (notamment les compagnies aériennes). En 2021, le redressement des PIB régionaux et la baisse des déficits vont mécaniquement enclencher un processus de « désendettement » public.

Le retour des excédents courant va également permettre la reconstitution des réserves en devises qui avaient un peu chuté en 2020.

| Pays du Golfe (2021 estimé) | Arabie | Émirats | Qatar | Koweït | Oman  | Bahreïn |
|-----------------------------|--------|---------|-------|--------|-------|---------|
| Population (millions)       | 35,5   | 9,4     | 3,7   | 4,7    | 4,6   | 1,5     |
| PIB (milliards USD)         | 806    | 409     | 172   | 137    | 81    | 39      |
| Croissance du PIB (%)       | 2,0    | 2,2     | 2,5   | 2,1    | 2,0   | 3,0     |
| Solde courant (% PIB)       | 3,9    | 8,5     | 5,0   | 11,0   | - 4,3 | - 2,8   |
| Dettes publiques (% PIB) *  | 36     | 62      | 76    | 21     | 75    | 119     |
| Hydrocarbures (en % PIB)    | 40     | 29      | 41    | 39     | 20    | 20      |
| Rating S&P (devises LT)     | A-     | AA      | AA-   | A+     | B+    | B+      |

**☑ Notre opinion** – Au total, et comme toujours avec les pays du CCG, l'hétérogénéité reste la règle : les deux pays malades de la zone que sont Bahreïn et Oman ont beaucoup souffert de l'année 2020. Les déficits ont de la difficulté à se réduire rapidement et leurs dettes publiques ont progressé respectivement de 30% et 13% de PIB. Les dettes externes sont également excessives et ils vont devoir sans doute recourir à des aides financières externes au cours de l'année 2022.

## Afrique sub-saharienne

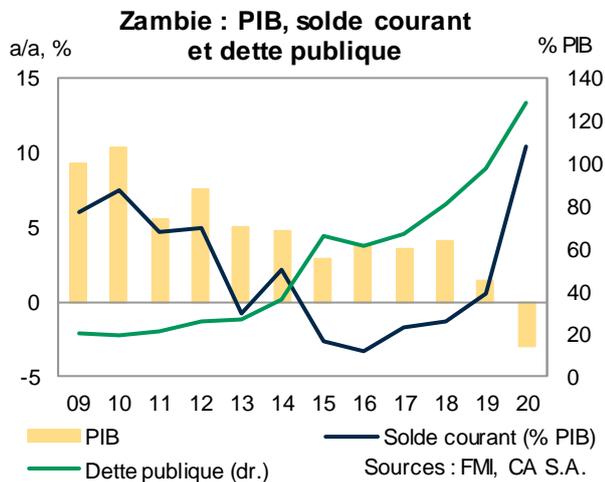
### **Zambie : les prix du cuivre en soutien en attendant la restructuration**

Alors que le FMI ne prévoit qu'une croissance de 1% pour la Zambie cette année, l'avancée des négociations avec le Fonds pour un programme de soutien, le maintien du cuivre à des cours élevés et l'arrivée d'un nouveau président ont renforcé les anticipations d'une amélioration souhaitable de la situation du pays. L'appréciation du kwacha de plus de 8% vis-à-vis du dollar depuis l'élection présidentielle d'août en témoigne, la monnaie zambienne retrouvant un niveau plus connu depuis mars 2020,

avant la pandémie et le défaut souverain de l'automne.

L'équilibre externe de la Zambie est fortement dépendant du cuivre. Le métal rouge représente plus de 70% de ses recettes d'exportation. La baisse des cours mondiaux en 2014 avait initié un cercle vicieux de ralentissement de la croissance interne, de hausse de l'endettement public (en particulier en devises) et donc de tensions sur sa liquidité externe.

Sur la décennie 2010, les déficits publics massifs (-6,6% en moyenne sur 2010-2020) ont été financés en grande partie par des fonds étrangers. À la fin du premier semestre 2021, la dette publique en devises (secteur parapublic inclus) atteint ainsi 16,8 milliards de dollars, soit 78% du PIB. Plus des deux tiers de la dette publique sont en devises. Cette fragilisation progressive a abouti en novembre 2020 au défaut souverain de la Zambie.



En août dernier, les élections présidentielles ont vu la victoire d'Hakainde Hichilema face à son rival, le président sortant, Edgar Lungu. La nouvelle administration a deux objectifs immédiats : stabiliser les finances publiques et aboutir à un accord avec le FMI, indispensable pour obtenir une restructuration de sa dette.

La Zambie participe au processus du cadre commun, qui prend la suite de l'initiative de suspension du service de la dette (ISSD). Ce cadre de négociation pour une restructuration impose la comparabilité de traitement entre tous les créanciers privés et publics, avec lesquels le pays doit obtenir des restructurations au moins aussi favorables.

L'enjeu de la transparence sur l'endettement du pays est donc central.

En octobre, le ministre des Finances de la nouvelle administration a révélé que la part de la dette externe de la Zambie due à des créanciers chinois était sous-estimée de moitié dans les chiffres officiels, du fait de la non-prise en compte du passif des entreprises publiques. À fin juin, les créanciers chinois comptaient pour plus d'un tiers de la dette externe du pays. Avec 3 milliards de dollars de créances sur le pays, l'*EximBank of China* est le plus gros créancier individuel et représente presque autant que tous les eurobonds en circulation.

D'un point de vue conjoncturel, la Zambie profite néanmoins de la bonne tenue des cours du cuivre. Le métal, important dans de nombreuses technologies de la transition énergétique, se maintient proche de son record historique de cette année (à 10 000 dollars la tonne). Les comptes extérieurs zambiens se sont donc redressés de façon spectaculaire en 2020 et 2021, avec des excédents du solde courant supérieurs à 10%, bien aidés en cela par la contraction des importations provoquée par la pandémie et le tarissement des flux de revenus primaires, suite au défaut du pays sur sa dette. Le gouvernement, qui vise un triplement de la production de cuivre d'ici à dix ans, cherchera donc à en tirer parti pour augmenter ses revenus.

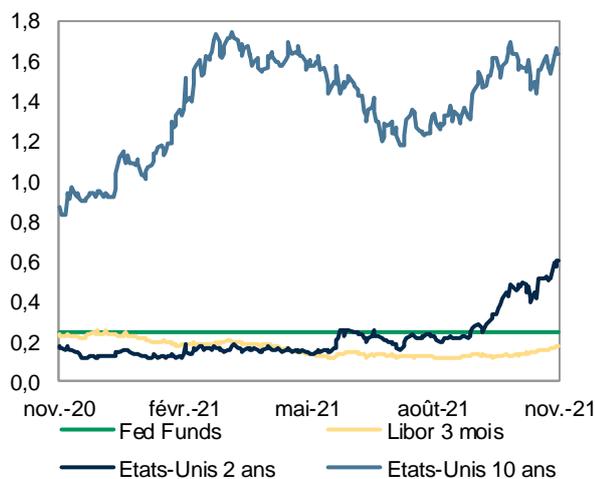
L'inflation demeure élevée (21% en variation annuelle en octobre) et provient en grande partie de la dépréciation massive du kwacha ces dernières années. La banque centrale a cette semaine relevé très modérément ses taux, de 50 points de base à 9%, pour ne pas fragiliser la reprise économique domestique. L'évolution de la devise zambienne sera donc le facteur déterminant pour l'inflation à moyen terme. Une appréciation qui corrigerait une partie de sa chute serait ainsi en mesure de la ramener dans la cible de la banque centrale, entre 6 et 8%.

**☑ Notre opinion** – Alors que seulement trois pays (Zambie, Tchad et Éthiopie) se sont engagés dans la procédure du cadre commun, les négociations autour de la restructuration de la dette zambienne seront suivies de près par d'autres pays potentiellement candidats. Le poids important de la Chine parmi les créanciers du pays constituera un test-clé pour le processus. Le principe de comparabilité de traitement entre les concessions obtenues des créanciers officiels et privés constitue une différence majeure pour la Chine, qui joue parfois sur la frontière floue entre ses créances bilatérales et celles de ses banques parapubliques. L'opacité sur les engagements de la Zambie vis-à-vis de la Chine avait d'ailleurs été une cause majeure ayant empêché une potentielle restructuration antérieure au défaut de fin 2020. Le Forum sur la Coopération Sino-Africaine (FOCAC), qui se tient à Dakar la semaine prochaine, pourrait donner lieu à des avancées sur l'engagement des créanciers chinois dans la procédure.

## Tendances à suivre

### Taux d'intérêt en dollar américain

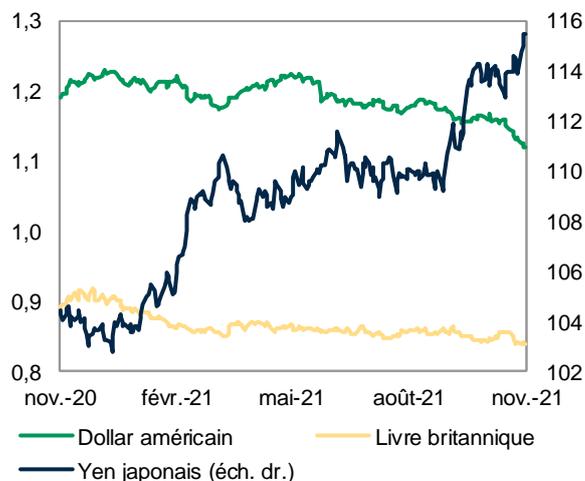
%, interbancaire (Londres) et souverains (États-Unis)



Source : Thomson Reuters

### Taux de change des principales devises

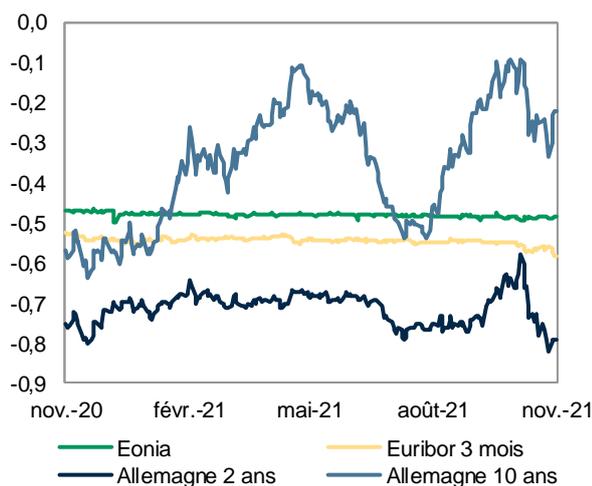
EUR/USD, EUR/GBP et USD/JPY



Source : Thomson Reuters

### Taux d'intérêt en euro

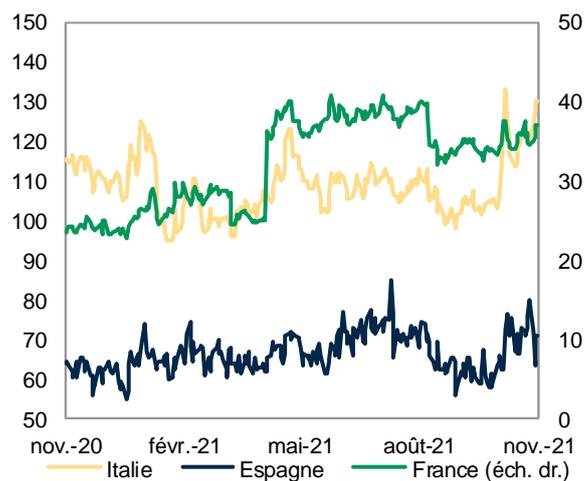
%, interbancaires (Londres) et souverains (Allemagne)



Source : Thomson Reuters

### Spreads souverains européens avec le Bund

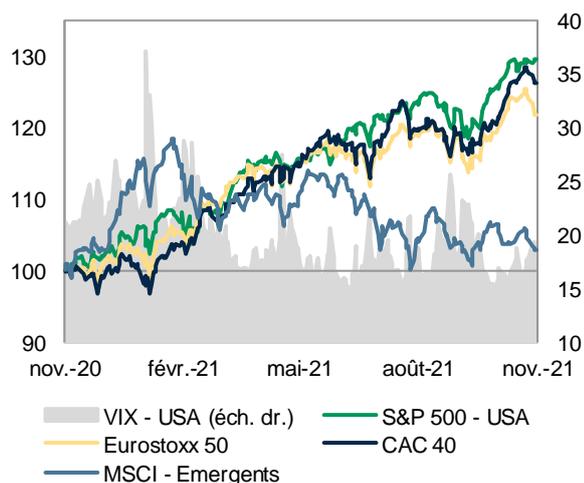
Pdb, dette en EUR à dix ans



Source : Thomson Reuters

### Marché actions

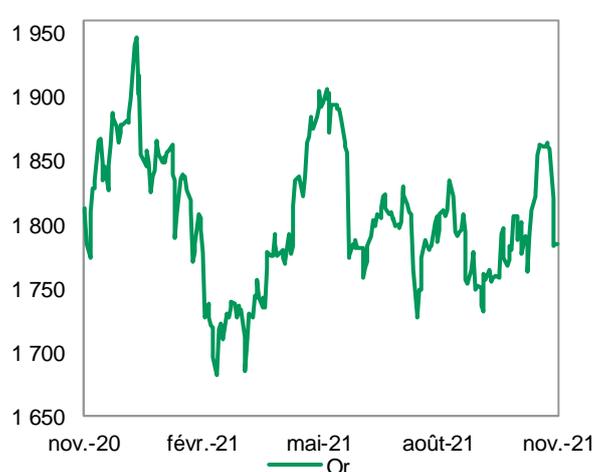
Indice boursiers (100 = début de période) et volatilité VIX



Source : Thomson Reuters

### Cours de l'once d'or

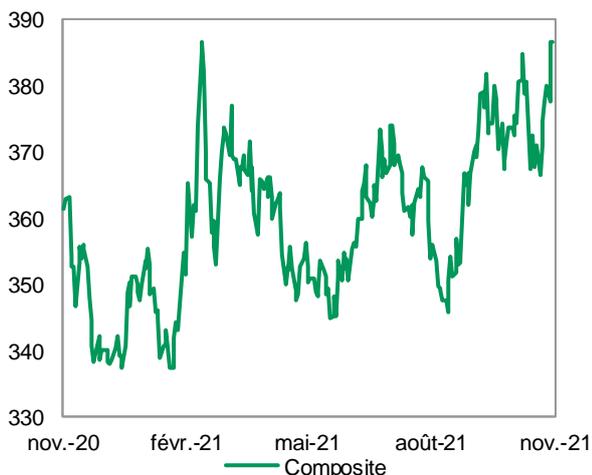
USD/Once troy (Londres)



Source : Thomson Reuters

### Spreads souverains émergents avec le T-Bond

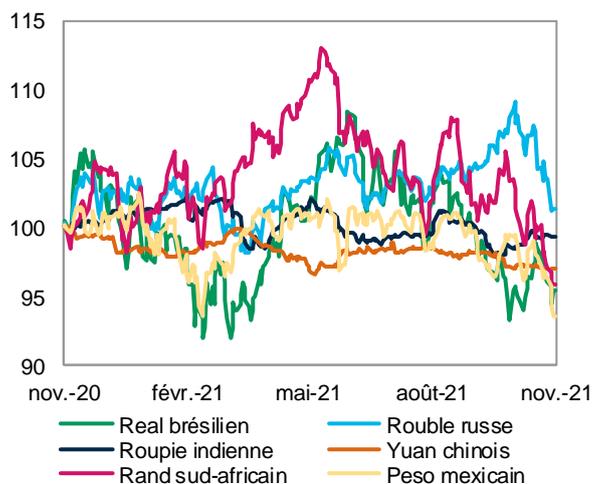
Indices EMBI+ (pdb, dette en USD de plus d'un an)



Source : JP Morgan

### Devises émergentes

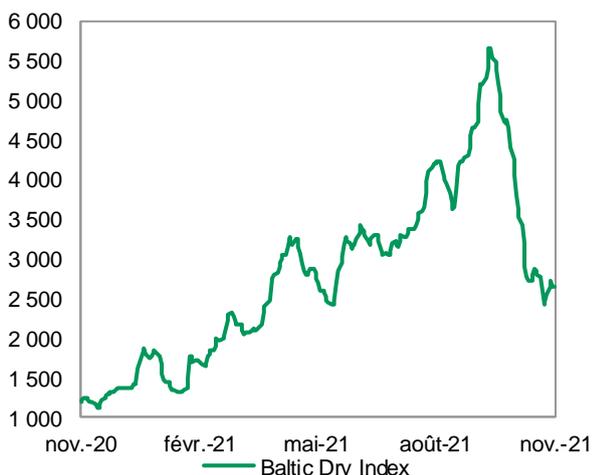
/USD (indice 100 = début de période)



Source : Thomson Reuters

### Coût du transport maritime de vrac sec

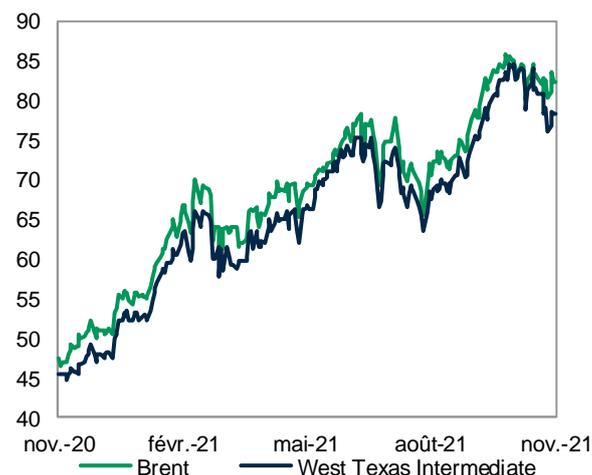
Baltic Dry Index (USD/point)



Source : Baltic Exchange

### Cours du baril de pétrole brut en USD

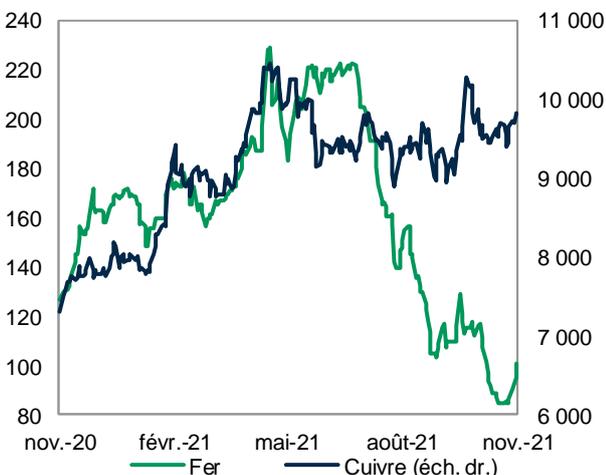
Brent (mer du Nord) et WTI (golfe du Mexique)



Source : Thomson Reuters

### Cours des métaux

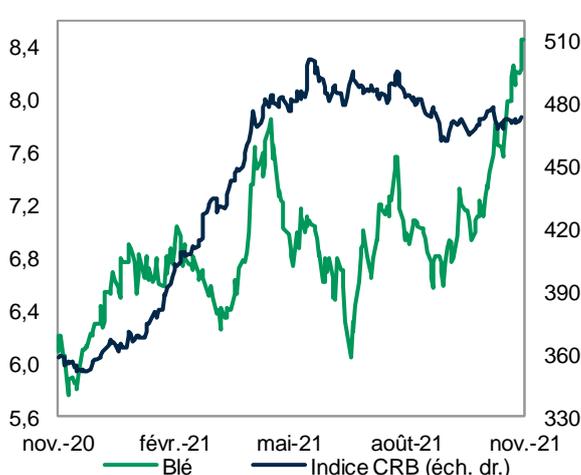
USD/tonne métrique



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 – 5 octobre 2021

[Qui de l'œuf ou de la poule...](#)

| Date       | Titre  | Thème             |
|------------|--|-------------------|
| 25/11/2021 | <a href="#">Des banques centrales sous influence</a>   | Banques centrales |
| 23/11/2021 | <a href="#">Qatar – Prix et volumes du gaz en hausse et fin de l'embargo soutiennent la croissance</a>     | Qatar             |
| 22/11/2021 | <a href="#">Asean – La très longue route de la reprise</a>   | Asean             |
| 19/11/2021 | <a href="#">Monde – L'actualité de la semaine</a>  | Monde             |
| 10/11/2021 | <a href="#">Pays émergents – Transition énergétique : bilan des émissions CO2 &amp; premières analyses</a> | Pays émergents    |
| 09/11/2021 | <a href="#">Royaume-Uni – La BoE, partagée, a maintenu le statu quo en novembre</a>                        | Royaume-Uni       |
| 08/11/2021 | <a href="#">Pays développés – G1, G20, G18 : le retour du multilatéralisme se fait à petits pas</a>        | Monde             |
| 05/11/2021 | <a href="#">Monde – L'actualité de la semaine</a>  | Monde             |
| 04/11/2021 | <a href="#">Chine – Le problème immobilier ou la quadrature du cercle chinois</a>                          | Chine             |
| 03/11/2021 | <a href="#">Zone euro – Scénario 2021-2022 : une reprise brouillée par des déséquilibres temporaires</a>   | Zone euro         |
| 03/11/2021 | <a href="#">Italie – Scénario 2021-2022 : une sortie de crise robuste</a>                                  | Italie            |
| 03/11/2021 | <a href="#">Émergents – Et les jeunes ?</a>  | Géo-économie      |

### 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 BENADJAOU, 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 LÉBOUGRE (coordination scénario)

**Afrique du Nord, Moyen-Orient :** Olivier LE CABELLEC

**Afrique sub-saharienne :** Thibault ALIX

**Documentation :** Dominique PETIT, Elisabeth SERREAU

**Statistiques :** Robin MOURIER, Alexis MAYER

**Réalisation et Secrétariat de rédaction :** Fabienne PESTY

**Contact :** [publication.eco@credit-agricole-sa.fr](mailto: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.*