

# Perspectives

Hebdomadaire – N°18/122 – 25 mai 2018

## MONDE – L'actualité de la semaine

### Légère accalmie dans un temps orageux

Les marchés ont commencé la semaine sur une note positive après la déclaration conjointe des États-Unis et de la Chine au cours du week-end visant à suspendre la guerre commerciale entre les deux pays. La Chine a donné son accord de réduire significativement son surplus commercial en biens avec les États-Unis en contrepartie d'un renoncement par Trump de sa décision d'augmenter ses tarifs douaniers à l'égard de la Chine. Si la déclaration a contribué à apaiser quelque peu les marchés, des détails manquent encore, notamment des chiffres sur les objectifs de réduction du déficit américain ce qui suggère que le répit peut être de courte durée.

Dans l'ensemble, les marchés sont restés tiraillés entre, d'une part, les bonnes nouvelles liées aux relations américano-chinoises et, d'autre part, la montée du risque géopolitique (Turquie, Argentine, Corée du Nord). En particulier, Trump a annulé le sommet historique prévu le 12 juin prochain avec Kim Jong Un en raison de « l'hostilité ouverte » de l'administration de son adversaire. De fait, les indices émergents sont restés sous pression dans l'ensemble, déjà pénalisés par le contexte de resserrement de la Fed et le dollar plus fort (en hausse de plus de 4% en un mois). L'euro a continué sa descente cette semaine en raison des craintes liées au gouvernement populiste en Italie, avec une prime de risque italienne augmentant à 200 points de base. Néanmoins, le mouvement de contagion vers les autres pays du sud s'est arrêté, les *spreads* espagnol, portugais et grec se stabilisant, voire se corrigeant légèrement à la baisse.

Côté économie américaine, si une hausse des taux des *Fed funds* au mois de juin est complètement anticipée par les marchés, les minutes du FOMC du mois de mai ont souligné le caractère transitoire du rebond récent de l'inflation ce qui a confirmé l'interprétation des marchés de la symétrie de la cible d'inflation : la Fed ne devrait pas y répondre par un resserrement plus agressif de sa politique monétaire. L'aplatissement de la courbe des taux était un autre sujet souligné dans les minutes. Plusieurs membres du FOMC ont noté qu'il était important de suivre les développements de la courbe, en raison de « la régularité historique avec laquelle une pente de taux inversée avait indiqué par le passé une hausse du risque de récession ». L'aplatissement s'est par ailleurs poursuivi cette semaine, les taux dix ans américain retombant à 3% et le Bund à 0,5%. Au total, les minutes du FOMC du mois de mai confirment nos anticipations (et

celles du marché) d'une hausse des taux des *Fed funds* de 25 points de base en juin, suivi par un resserrement toujours graduel par la suite. Les perspectives d'une croissance supérieure au potentiel sur fond d'importante relance budgétaire, d'un marché du travail au plein emploi, d'une croissance solide à l'extérieur et des conditions financières toujours relativement favorables (malgré l'aplatissement de la courbe de taux et l'appréciation du dollar), le « *dot plot* » publié en juin devrait, selon nous, montrer une projection médiane du FOMC tablant sur quatre hausses de taux au total cette année.

- ☞ *Italie : le bras de fer engagé* ..... 2
- ☞ *Les échanges européens suspendus aux éventuelles mesures protectionnistes américaines* 3
- ☞ *Zone euro : la confiance repart à la baisse en mai, sauf dans le secteur manufacturier français ...* 3
- ☞ *France : taux de chômage en légère hausse au premier trimestre 2018* ..... 4
- ☞ *Une croissance allemande plus modérée qu'attendu au T1 2018*..... 4
- ☞ *Grèce : l'Eurogroupe s'accorde sur le dernier examen, avant une décision sur la dette en juin*.... 5
- ☞ *R-U : L'inflation poursuit sa descente à un rythme plus rapide que prévu, rendant encore plus incertaines les perspectives de politique monétaire* 6
- ☞ *R-U : Les ventes au détail rebondissent fortement en avril, mais la tendance reste faible* ..... 6
- ☞ *Balkans : que faire des enfants terribles de l'Europe ?* ..... 7
- ☞ *Inde : une victoire au goût amer* ..... 8
- ☞ *Malaisie : en ralentissement*..... 8
- ☞ *Mexique : sous la menace du risque politique et des renégociations sur l'ALENA* ..... 9
- ☞ *Égypte : le redressement économique améliore encore très peu le quotidien des Égyptiens*..... 10
- ☞ *Émirats Arabes Unis : profond assouplissement des règles d'actionariat étranger et de visas* ..... 10
- ☞ *Comment évoluent les monnaies des principales économies de la région ?* ..... 11

## Editorial

### Italie : le bras de fer est engagé

La semaine en Italie a été dense en événements. L'Italie s'est dotée d'un nouveau Premier ministre, G. Conte. Sa nomination, entourée de polémiques, a été le résultat d'un premier bras de fer entre les institutions, le président de la République Mattarella, et la majorité qui est en train de se former. Le président italien prend à cœur son rôle de garant de la Constitution que cette dernière lui attribue. En particulier, il s'efforce d'assurer le juste équilibre (c'est à dire constitutionnel) entre le pouvoir législatif et le pouvoir exécutif, entre le rôle des partis politiques et celui du Conseil des ministres et du Premier ministre. Selon les articles 92 et 95 de la Constitution, c'est le président de la République qui nomme le Premier ministre et, sur proposition de ce dernier, les ministres. C'est le Premier ministre qui dirige la politique générale du gouvernement et en assume la pleine responsabilité. D'où le doute de S. Mattarella quant à la figure de G. Conte, un professeur universitaire de droit privé, inconnu du grand public, non élu et n'ayant jamais assuré de positions institutionnelles. Issu d'un accord entre les deux partis, le nom du Premier ministre a ainsi laissé planer un doute sur sa capacité effective à exercer les prérogatives du rôle. La pression des partis a été importante et à la limite du « constitutionnellement correct ». Finalement, sa nomination a eu lieu, mais elle s'est accompagnée d'une nécessaire mise au point quant à son engagement à confirmer le positionnement européen et international de l'Italie et à respecter les principes et les règles constitutionnelles (*in primis* l'article 81 sur l'équilibre budgétaire).

Cette concession du président de la République lui permet de concentrer son rôle de garant des institutions sur la nomination du ministre de l'Économie et des Finances, poste clé pour rassurer les partenaires européens et les investisseurs (et les créanciers). La nomination a fait l'objet d'une pression renouvelée des partis, notamment de la Ligue, pour imposer son candidat, P. Savona. Cet économiste, ancien directeur de la Banque d'Italie et ministre de l'Industrie du gouvernement Ciampi en 1993 (gouvernement ayant œuvré à restaurer les

conditions d'adhésion à la monnaie unique après le décrochage du système monétaire européen) a exprimé ouvertement ses critiques envers l'Union économique et monétaire, indiquant les limites de sa construction actuelle, mais reste un « européiste » convaincu. Si des doutes sont légitimes quant à la perception des investisseurs de cette figure et de ses positions, le président de la République tient surtout à assurer la règle constitutionnelle qui veut que le choix des ministres revienne à un chef du gouvernement en pleine possession de ses pouvoirs et que le président de la République ait le dernier mot sur ce choix. Il a donc fait savoir sa nette opposition à ces pressions et on saura prochainement si de nouvelles concessions ont été faites sur cette nomination. Ces questions de forme sont importantes, puisque les épisodes de bras de fer entre la nouvelle majorité et les institutions risquent d'être nombreux. S. Mattarella cherche donc à donner le ton de ce qui sera sa position au cours du prochain quinquennat, qui rendra nécessaire une affirmation des *checks and balances* plus volontariste que par le passé, puisque la résilience institutionnelle tout autant que le fond du programme du gouvernement seront surveillés de près par les partenaires et les investisseurs. Les premiers signaux en provenance du Premier ministre sont rassurants.

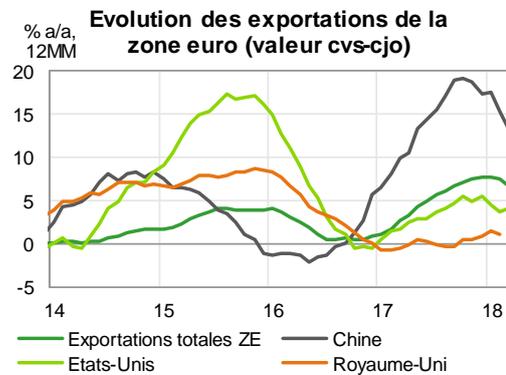
Des indiscretions de presse suggèrent la préparation d'un décret de loi focalisé sur la recherche de recettes fiscales (réduction des déductions fiscales et amnistie fiscale) pour permettre à la fois le respect des objectifs budgétaires (en tentant néanmoins la négociation de marges de manœuvre avec la Commission européenne) et la mise en place de nouvelles mesures qui ne seraient que des dispositifs marginaux extraits des plus amples et plus coûteuses réformes annoncées. Une preuve de réalisme et de gradualité qui semble montrer la volonté de ne pas engager un bras de fer immédiat avec les partenaires européens.

## Zone euro

### Les échanges européens suspendus aux éventuelles mesures protectionnistes américaines

Les exportations de biens de la zone euro vers le reste du monde ont atteint 186,9 Mds € au mois de mars (données corrigées des variations saisonnières), en hausse de 1,4% sur un an. Les importations s'élèvent quant à elles à 165,6 Mds €, en augmentation de 1,6% sur un an. La balance commerciale enregistre donc un excédent de près de 21,2 Mds €, en faible progression de 0,1% sur un an. Sur l'ensemble du premier trimestre, le commerce de la zone ne croît que faiblement et pourrait même être moins vigoureux encore au prochain trimestre. L'indicateur avancé de l'Organisation mondiale du commerce signale un ralentissement du commerce mondial au deuxième trimestre comparativement au premier. Celui-ci résulterait de moindres commandes à l'exportation et d'une diminution anticipée du fret aérien. Des tensions accrues entre les États-Unis et la Chine, mais aussi

l'Europe freinent les commandes et ternissent d'ores et déjà les perspectives de croissance de la zone euro dans son ensemble.



**✓ Notre opinion** – *Le ralentissement tendanciel des exportations de la zone euro devrait s'accélérer au cours du deuxième trimestre avec la montée des tensions commerciales commençant à influencer les commandes, notamment industrielles, dans les différents pays de l'Union.*

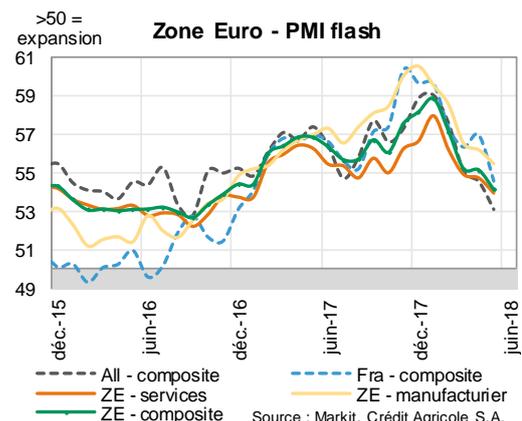
### Zone euro : la confiance repart à la baisse en mai, sauf dans le secteur manufacturier français

Après avoir été relativement stable à 55,1 points en avril, l'indice PMI composite des acheteurs a repris sa tendance baissière avec 54,1 points en mai, soit son plus bas niveau depuis fin 2016 et après son pic post-crise de janvier dernier à 58,8 points. Cette décélération de la croissance s'observe à la fois pour l'activité en cours et à venir, tant dans le secteur des services que dans le secteur manufacturier.

Cette tendance semble confirmée par l'indice du climat des affaires de l'Insee, qui montre un fléchissement de l'activité, plombée par la baisse de confiance dans les services, tandis que l'indice manufacturier reste stable en mai. En outre, il pointe une sensible amélioration des perspectives de production dans le secteur.

À la différence des autres composantes, le sous-indice de l'emploi reste encore bien orienté en ne reculant qu'à son niveau de l'été 2017. En particulier, les créations d'emplois manufacturiers sont restées relativement stables en mai, grâce à la bonne tenue de l'activité manufacturière en France.

L'indice PMI manufacturier français est ainsi le seul à croître en mai atteignant 55,1 points contre 53,8 points en mars-avril. Il bénéficie d'une remontée des commandes, que n'observe pas l'industrie allemande.



**✓ Notre opinion** – *Alors que l'amélioration continue de la confiance au second semestre 2017 ne s'est pas matérialisée par une forte accélération de la croissance réelle en zone euro, la baisse marquée de ces indicateurs avancés n'est pas inquiétante car ils restent à des niveaux élevés, supérieurs à ceux affichés en 2015-2016. De plus, d'après Markit, certains facteurs (grèves, jours fériés, météo) sont susceptibles d'avoir altéré la mesure du climat des affaires ces derniers mois, ce qui complique l'estimation de la probabilité d'un ralentissement marqué de la croissance en 2018. Si la baisse des commandes à l'exportation du secteur manufacturier suggère une moindre contribution de la demande extérieure, la bonne tenue des autres indicateurs manufacturiers peut laisser augurer un prolongement de son cycle.*

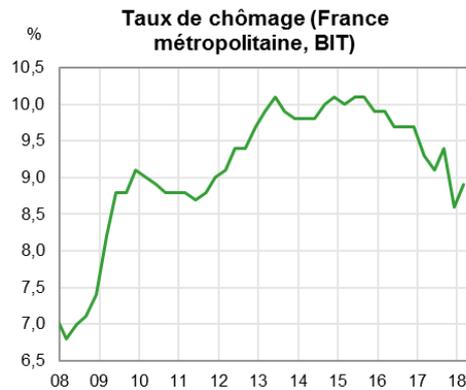
**France : taux de chômage en légère hausse au premier trimestre 2018**

Au premier trimestre 2018, le taux de chômage augmente de 0,2 point, après une très nette baisse de 0,7 point au trimestre précédent. Il atteint 9,2% de la population active en France (hors Mayotte) et 8,9% en France métropolitaine. Le nombre de chômeurs au sens du BIT progresse ainsi de 83 000, à 2,6 millions de personnes.

En particulier, le taux de chômage de longue durée est quasi stable sur le trimestre, et en recul de 0,5 point sur un an. Il atteint 3,6% de la population active. 6,0% des personnes en emploi sont en situation de sous-emploi, soit une hausse de 0,4 point sur le trimestre (et une quasi stabilité sur un an). Le sous-emploi concerne principalement des personnes à temps partiel qui souhaitent travailler davantage. Par ailleurs, le taux d'emploi est stable par rapport à la fin d'année 2017, à son plus haut niveau depuis le début des années 80. De plus, le taux d'activité progresse légèrement, à son plus haut niveau depuis 1975.

Enfin, le « halo du chômage », une mesure plus large du taux de chômage, recule de 22 000 personnes

au premier trimestre et est quasi stable sur un an (-10 000). Cette catégorie compte 1,5 million de personnes souhaitant travailler et qui ne sont pas comptabilisées comme chômeurs au sens du BIT, soit parce qu'elles ne cherchent pas un emploi activement, soit parce qu'elles ne sont pas disponibles pour travailler (en formation, par exemple).



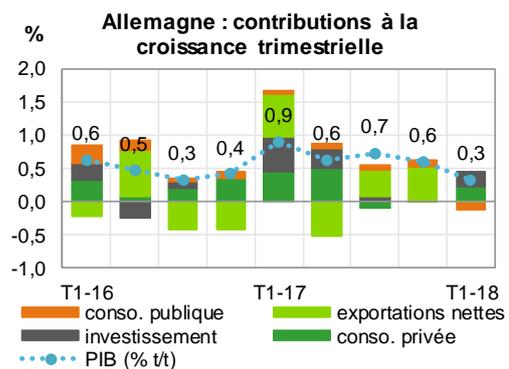
Source : Insee, Crédit Agricole SA

**Notre opinion** – Le taux de chômage connaît une progression au premier trimestre 2018, après une très nette baisse lors du trimestre précédent. Compte tenu de l'ampleur de ce repli fin 2017, un léger rebond était assez probable. Ceci ne remet pas en cause la tendance de fond qui reste baissière. Sur un an, le taux de chômage au sens du BIT est en repli de 0,4 point par rapport au T1 2017. Au-delà, compte tenu d'un scénario de croissance qui resterait dynamique, 1,9% attendu en 2018 et 1,8% en 2019, et en dépit des difficultés de recrutement rencontrées par 40% environ des entreprises, le taux de chômage poursuivrait sa décrue graduelle. Après 9,1% en 2017, il atteindrait 8,7% en 2018, puis 8,3% en 2019 en moyenne annuelle.

**Une croissance allemande plus modérée qu'attendu au T1 2018**

La croissance du PIB allemand n'a progressé que de 0,3% en glissement trimestriel au T1 2018 (+2,3% en glissement annuel, ajusté des effets de calendrier) après +0,6% au T4 2017. Le détail par composantes met en relief une contribution positive de la demande intérieure, tandis que la demande extérieure ponctionne la croissance du trimestre. La consommation des ménages a ainsi augmenté de 0,4% en rythme trimestriel, alors que la consommation publique a chuté de 0,5%. En outre, l'investissement a bondi de 1,2% en rythme trimestriel. L'investissement en équipement a augmenté de 1,2% et la construction de 2,1%. En revanche, la balance commerciale a eu un effet négatif sur l'activité, avec un recul à la fois des exportations (-1% en variation trimestrielle) et des importations (-1,1%). Les variations des stocks ont également eu un impact négatif sur la croissance (-0,1 point de

pourcentage). Ce ralentissement de l'activité a été particulièrement visible sur l'activité industrielle qui accuse une nette décélération des commandes, notamment celles à l'exportation.



Sources : Eurostat, Crédit Agricole S.A.

**Notre opinion** – L'activité allemande a connu un sérieux coup de frein au premier trimestre qui n'est que marginalement expliqué par les grèves. La chute des commandes industrielles et de la demande extérieure sont à l'origine de ce ralentissement qui semble guidé par de fortes inquiétudes face au renchérissement du prix du pétrole et du niveau élevé de l'euro face au dollar. Nous révisons donc à la baisse notre prévision de croissance annuelle à 2,1% pour tenir compte à la fois de l'effet mécanique de ce ralentissement et du biais baissier provoqué par le risque accru d'une guerre commerciale avec les États-Unis.

 **Grèce : l'Eurogroupe s'accorde sur le dernier examen, avant une décision sur la dette en juin**

Suite à la visite des équipes des créanciers et la présentation par le gouvernement grec de son plan de croissance *post-programme*, la Commission européenne a présenté un document contenant 90 points de réforme pour pouvoir clore avec succès d'ici mi-juin le quatrième et dernier examen du troisième programme d'aide, qui prendra fin le 20 août prochain. Sont également inclus 20 autres engagements courant au-delà de la fin du programme comme la réforme des retraites et d'autres aides dès 2019, la mise en place finale d'un cadastre dès 2021, la poursuite de privatisations et des limites sur l'emploi et les salaires de la fonction publique. Toute annulation de ces engagements devra être compensée sur le plan budgétaire, afin de garantir maintien d'un excédent primaire de 3,5% du PIB jusqu'en 2022. C'est dans ce cadre, que le Premier ministre grec Tsipras devra développer son plan de croissance visant à lutter contre le chômage

et la précarité, continuer l'assainissement du secteur bancaire et appuyer certains secteurs-clés pour transformer l'économie grecque.

Réunis ce jeudi 24 mai, les ministres des Finances de la zone euro ont salué ce pré-accord, qui permettrait de conclure le dernier examen en amont du prochain Eurogroupe du 21 juin, date à laquelle les créanciers européens se sont engagés à aboutir à un accord sur l'allègement de la dette grecque. Si les mesures envisagées sont connues depuis l'Eurogroupe de juin 2017, le *timing* et la conditionnalité de leur mise en œuvre continuent de diviser les créanciers. L'Allemagne souhaiterait leur application tout au long de l'atteinte des objectifs budgétaires, tandis que le FMI défend un allègement immédiatement. Par ailleurs, la proposition française de lier cet allègement à la croissance n'a pas été commentée.

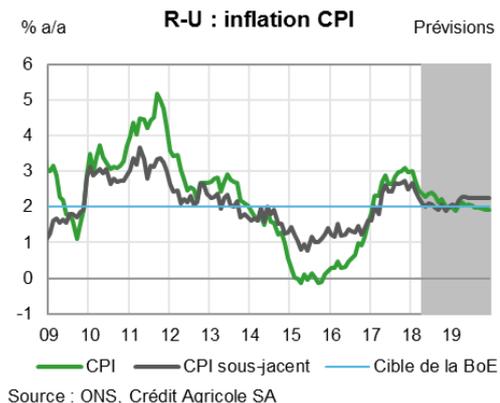
**☑ Notre opinion** – *À quelques mois de la fin du programme, le débat sur le régime de surveillance et d'allègement est encore grand ouvert. Selon toute évidence, le pays sera loin d'être sorti de la conditionnalité imposée par les créanciers, que le gouvernement accepte ou non toute ligne de crédit de précaution post-programme ou qu'il réussisse à accumuler des réserves de liquidité (à ce sujet, la remontée des taux italiens pourrait remettre en question la prochaine émission grecque). Le pré-accord sur le dernier examen va toutefois permettre aux institutions de mettre à jouer leur analyse de soutenabilité de dette (DSA), ce qui devra permettre de mesurer l'ampleur de leur divergence lors de l'Eurogroupe du 21 juin au Luxembourg. Si un accord final n'est pas exclu, il est possible que l'épilogue du troisième plan d'aide soit reporté lors de l'ultime Eurogroupe avant l'été, prévu le 12 juillet.*

## Royaume-Uni

### L'inflation poursuit sa descente à un rythme plus rapide que prévu, rendant encore plus incertaines les perspectives de politique monétaire

L'inflation CPI a continué de ralentir au mois d'avril pour le troisième mois consécutif à 2,4%, après 2,5% en mars, surprenant à nouveau à la baisse par rapport aux anticipations. L'inflation sous-jacente perd 0,2 point de pourcentage et se situe à 2,1%, soit son plus bas depuis mars 2017. Ce sont surtout les services de transport qui contribuent le plus à cette baisse, en raison de fortes chutes des taux d'inflation des tarifs des transports aérien, maritime et ferroviaire, qui à leur tour s'expliquent par des effets de base liés au *timing* de Pâques. Les prix dans l'habillement ont également contribué négativement en raison d'effets de base. L'énergie et l'alimentaire continuent par ailleurs à peser sur le taux d'inflation, en dépit de la hausse du prix du pétrole. On constate en revanche une interruption de la modération de l'inflation importée : les biens industriels hors énergie par exemple, soit une composante de l'indice CPI ayant une forte intensité à l'importation, enregistrent un rebond du taux d'inflation au mois d'avril à 2,1% depuis

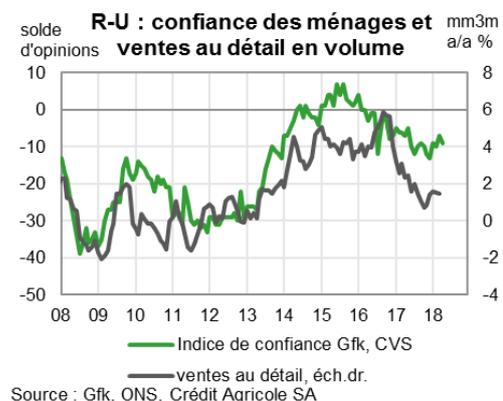
1,9% en mars. L'ONS estime à 0,5 point de pourcentage la contribution à l'inflation CPI des composantes de l'indice ayant une intensité à l'importation de plus de 40%. Elle est stable par rapport à mars et en baisse depuis, 0,7 point de pourcentage sur la période entre octobre et janvier.



**Notre opinion** – La baisse du taux d'inflation à un rythme plus rapide que prévu implique évidemment des risques baissiers sur le resserrement à venir de la politique monétaire et sur notre scénario d'une hausse du taux directeur en novembre prochain. L'inflation CPI pourrait atteindre la cible dès la fin de cette année, soit bien plus tôt que ne le prévoit la BoE (T2-2020). Par ailleurs, dans son discours traitant des perspectives de la politique monétaire dans le contexte du Brexit publié cette semaine, le gouverneur de la BoE Mark Carney a noté le caractère critique de la phase actuelle des négociations, des risques relatifs à une transition chaotique et insisté sur l'incertitude sur les perspectives de la consommation des ménages à court terme. Les marchés ont corrigé à la baisse leurs anticipations de resserrement monétaire : la probabilité d'une hausse de taux lors de la réunion du 2 août prochain (accompagnée du prochain rapport trimestriel sur l'inflation de la BoE) est proche d'un tiers à présent. et a baissé sous les 60% pour le mois de novembre.

### Les ventes au détail rebondissent fortement en avril, mais la tendance reste faible

Le volume des ventes au détail a enregistré un fort rebond au mois d'avril après les chutes de neige qui ont pesé sur les dépenses en février/mars. La hausse est de 1,6% sur le mois et de 1,3% hors essence. Tous les secteurs ont profité de l'embellie, à l'exception des magasins non spécialisés. Les ventes de biens d'équipement ménager ont été les plus fortes avec une hausse de 2,5% sur le mois. Ce rebond est toutefois insuffisant pour permettre aux ventes au détail d'afficher une nette reprise en tendanciel : la quantité achetée sur les trois derniers mois affiche à peine une croissance positive de 0,1% et de 0,6% sur les six derniers mois. Par ailleurs, la croissance sur un an s'élève à 1,4%.



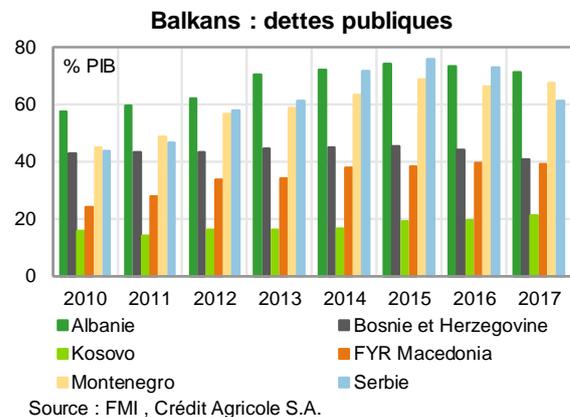
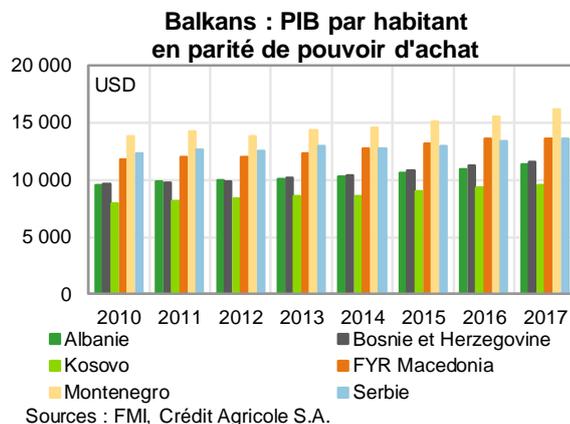
**Notre opinion** – Le rebond de la confiance des ménages depuis les niveaux bas de fin 2017 et la stabilisation des ventes au détail sur les trois derniers mois coïncident avec l'accélération observée des salaires et la baisse de l'inflation. La croissance des salaires réels est redevenue positive (0,5% en mars pour l'économie totale), suggérant une amélioration du pouvoir d'achat des ménages. Ces signes d'embellie sont toutefois encore timides pour espérer le début d'une reprise soutenue de la consommation finale.

## Europe centrale et orientale, Asie centrale

### Balkans : que faire des enfants terribles de l'Europe ?

La question de l'élargissement européen divise et suscite des débats. Pour cause, les instances européennes doivent se prononcer prochainement sur l'ouverture du processus d'adhésion de l'Albanie

et de la Macédoine. La Serbie et le Monténégro ont déjà entamé certains chapitres depuis 2012. Pour la Bosnie et le Kosovo, aucune perspective n'est encore envisagée.



**Notre opinion** – La perspective d'un prochain élargissement de l'UE, même si elle est lointaine, suscite de nombreuses interrogations de la part des pays membres, car elle impose dans le contexte actuel, de faire un bilan des réussites et des échecs européens.

Au moment où l'Europe en tant qu'union de pays est fortement remise en cause avec le Brexit et l'arrivée au pouvoir de nombreux gouvernements populistes – comme très récemment en Italie – qui expriment ouvertement leur euroscepticisme, elle est à nouveau confrontée à une décision d'élargissement. Ceci l'oblige en quelque sorte à réaffirmer la volonté et la solidité de sa vision d'origine, alors que beaucoup d'événements depuis la crise de 2009 les ont bousculées.

Cette hésitation se reflète par ailleurs dans la divergence des discours des pays membres, qui pour certains d'entre eux soutiennent l'ouverture aux Balkans pour des raisons principalement géostratégiques, puisque les six petits pays sont sous l'influence grandissante de la Russie, de la Turquie et de la Chine. Certains autres pays affichent leurs réticences en raison des fragilités économiques et politiques de ces États balkaniques. La Banque mondiale estime à soixante ans, le temps de rattrapage du PIB par habitant moyen des pays des Balkans avec la moyenne européenne. Un autre point faible de cette région réside dans les vives tensions politiques, voire frontalières, entre pays voisins, comme le conflit toujours larvé entre la Serbie et le Kosovo ou celui entre la Grèce et la Macédoine sur le nom de ce dernier. Enfin, la qualité de la gouvernance n'est pas encore très satisfaisante, avec des niveaux de corruption très élevés et un crime organisé assez difficile à éradiquer. Réformer en profondeur les pays issus des régimes communistes demeure très compliqué, tout comme leur apprentissage de la démocratie.

La question balkanique est certes parmi les plus complexes à résoudre pour l'Europe, car elle nécessite par ailleurs de profondes réformes de ses institutions et des processus de décisions. Décider à quinze ou vingt-sept États membres n'est pas le même exercice qu'à trente-deux. L'Europe aurait de plus besoin d'un temps de réflexion dont elle ne dispose malheureusement pas. Effectivement, un refus d'ouverture de processus d'adhésion pour l'Albanie et la Macédoine, en juin prochain, serait un signe envers la Russie et la Turquie qui pourraient profiter des attermoissements européens pour avancer leurs pions en Europe du Sud

Le signal envoyé à la fois aux populations de ces pays et aux autres acteurs intéressés par cette région pourrait être problématique. Par ailleurs, l'ouverture du processus ne veut pas dire adhésion. Il faudrait plus d'une dizaine d'années à ces pays pour être prêts à faire partie intégrante de l'Union européenne, ce qui laisse le temps à l'UE de réformer ses institutions avant leur adhésion.

Il est toutefois probable qu'une solution intermédiaire soit proposée par L'UE, comme souvent dans les cas compliqués : un statut intermédiaire entre processus d'adhésion et simple rapprochement. Une issue diplomatique qui permettrait toutefois de débloquer des fonds pour le développement de ces économies. Cette solution éviterait potentiellement d'envoyer un message d'exclusion, sans pour autant en donner un de rapprochement solidement envisagé.

## Asie

### Inde : une victoire au goût amer

Le BJP vient de remporter le scrutin régional du Karnataka, l'État de l'industrie des technologies de l'information, avec Bangalore pour capitale. Du moins, il a gagné 104 sièges, contre 78 pour le Congrès, son principal adversaire, et plus que tout autre parti. Car en termes de votes, il n'en a rassemblé que 36,2%, lorsque le Congrès, lui, en a capté 38%.

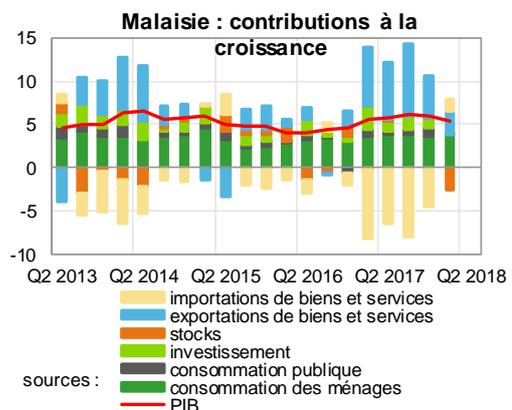
Lors de la précédente élection, le parti du Premier ministre n'avait remporté que 40 sièges (et 19,9% des voix). Au contraire, le Congrès avait obtenu la majorité absolue avec 122 sièges (et 36,6% des suffrages).

**✓ Notre opinion** – Une victoire, donc, mais au goût amer. Et pas parce que le plébiscite n'est pas total, mais parce qu'avec 113 sièges minimum pour pouvoir former un gouvernement et diriger le Karnataka, la BJP avait besoin d'une coalition... qu'il n'est pas parvenu à former. Et c'est donc le Congrès, en partenariat avec d'autres partis, qui en toute vraisemblance va prendre les rênes de l'État.

Il n'empêche, cette percée du BJP au Karnataka montre la voie aux autres régions du sud qui seront amenées à voter au cours des mois à venir et laisse entrevoir que le BJP pourrait obtenir plus de soutien dans cette partie de l'Inde où il en a traditionnellement assez peu. Plutôt de bon augure pour M. Modi qui court pour sa réélection et qui, quoi qu'il en soit, reste le favori de l'élection générale du printemps 2019, faute notamment d'une opposition solide. À moins que cette dernière ne trouve dans l'incapacité du BJP à former un gouvernement au Karnataka une motivation pour mieux s'organiser et se structurer et se montre in fine plus menaçante...

### Malaisie : en ralentissement

La croissance du PIB s'est établie à 5,4% en variation sur un an au premier trimestre, en retrait par rapport aux 5,9% des trois derniers mois de 2017. Et derrière, ce sont toutes les composantes de la demande qui ont marqué le pas. Ainsi, la consommation publique, l'investissement et les exportations de biens et services ont respectivement progressé de 0,4%, 0,1% et 3,7%, lorsqu'ils avaient crû de 6,8%, 4,3% et 6,7% au trimestre précédent. Seule la consommation des ménages ne s'est pas trop mal tenue, en affichant une hausse de 6,9% au cours des trois premiers mois de l'année au lieu de 7% au quatrième trimestre l'an passé.



**✓ Notre opinion** – La croissance s'est établie à 5,9% l'an passé, soit à 1,7 point de pourcentage de plus qu'en 2016. Une accélération nette et relativement équilibrée due à la fois au raffermissement de la demande externe et de la demande interne. 2018 devrait voir ce mouvement s'inverser, cependant. Pour plusieurs raisons, et notamment un effet de base moins favorable.

Néanmoins, c'est l'élection générale qui vient de se dérouler qui jouerait le plus. Si ce n'est pas la seule raison, elle explique sans doute déjà en partie la contreperformance de l'investissement au premier trimestre. Surtout, l'issue de ce scrutin crée de l'incertitude. La coalition au pouvoir depuis soixante-et-un ans a perdu contre toute attente. Et la politique économique à venir pourrait ne pas s'inscrire tout à fait dans la continuité, avec un policy-mix peut-être un peu plus « laxiste » et, globalement, une politique tournée moins vers « l'ouverture » que vers une certaine forme de régulation, en vue notamment d'améliorer le pouvoir d'achat de la population (une promesse de campagne forte). Une incertitude, en tout cas, que les investisseurs affectionnent généralement peu et de nature à tendre les conditions de (re)financement.

Pour l'heure, la croissance malaisienne est attendue à 4,7% cette année.

## Amérique latine

### Mexique : sous la menace du risque politique et des renégociations sur l'ALENA

Après une année 2017 marquée par des catastrophes naturelles qui ont ralenti la croissance du pays (2,1% en 2017 par rapport à 2,3% en 2016 selon le FMI), les négociations sur l'accord de l'ALENA et l'approche des élections présidentielles constituent un frein potentiel aux investissements. Ainsi, le FMI estime à 1,9% la croissance du PIB en 2018.

Concernant l'accord sur l'ALENA, les négociations entre le Canada, le Mexique et les États-Unis ne se sont pas montrées concluantes au 7 mai 2018, date butoir imposée par le Congrès américain. Le débat porte, notamment, sur les « règles d'origine », avec la demande des États-Unis, d'une augmentation des

salaires mexicains dans le secteur automobile. Jusqu'à présent, la faiblesse des salaires mexicains avait représenté un certain avantage comparatif pour le pays et toute hausse pourrait ainsi entraîner un ralentissement des investissements étrangers.

C'est dans ce contexte que se dérouleront les élections du 1<sup>er</sup> juillet, pour lesquelles Andres Manuel Lopez Obrador (AMLO) et son parti de gauche, le Mouvement de régénération nationale (Morena), sont donnés favoris avec au cœur de leur projet : la lutte contre la corruption. La composition du Congrès demeure, cependant, incertaine et fait apparaître un certain risque politique.

**☑ Notre opinion** – *Fortement tributaire des échanges commerciaux avec les États-Unis, le Mexique – et particulièrement son secteur manufacturier – a tout intérêt à arriver à un accord sur les renégociations de l'ALENA.*

*De plus, les incertitudes liées aux élections présidentielles, à la normalisation de la politique monétaire de la Fed ou encore à la possibilité de nouveaux chocs des prix dans les secteurs agricole et énergétique pourraient créer un risque de dépréciation du peso. Dans ce contexte, la Banque centrale mexicaine a assuré qu'elle maintiendrait son objectif d'inflation à moyen-long terme de 3%.*

*En parallèle, le taux de chômage affiche une baisse et atteint 3,2% de la population active. Le gouvernement mexicain a, par ailleurs, consolidé ses finances publiques en 2017, réduisant son déficit fiscal à 0,8% du PIB grâce à un transfert de la Banque centrale. Moody's prévoit un déficit fiscal de 1,5% du PIB en 2018. Pour rappel, le ratio de la dette sur le PIB du Mexique était en baisse en 2017, affichant 35,5% avec une dette libellée à 20% en monnaie étrangère menacée en cas de forte dépréciation du peso.*

## Afrique du Nord, Moyen-Orient

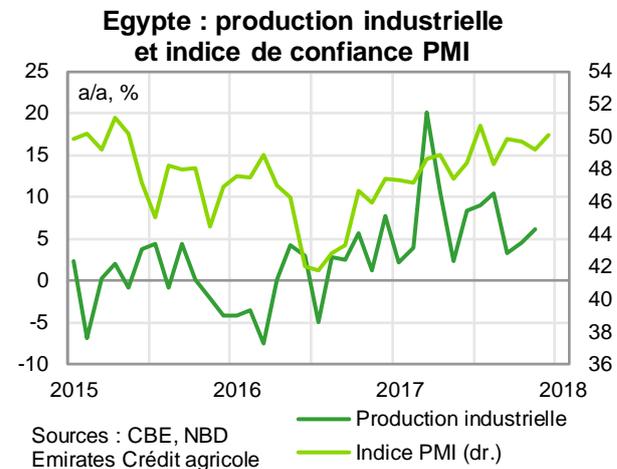
### Égypte : le redressement économique améliore encore très peu le quotidien des Égyptiens

La croissance du PIB s'est établie à plus de 5,2% au cours des six derniers mois, une performance exceptionnelle depuis huit ans due à la vigueur des exportations, au soutien public à la croissance ; mais aussi en raison de l'effet de base, après un début d'année 2017 qui n'avait pas encore bénéficié de tous les effets positifs de la forte dévaluation de la livre de novembre 2016.

De son côté, la production industrielle a décéléré de 9,2% au troisième trimestre 2017 à 4,7% au premier trimestre 2018, tandis que l'indice PMI, illustrant la confiance des entreprises repasse au-dessus du seuil de 50 en avril 2018, indiquant de meilleures perspectives concernant les commandes et l'activité. Une tendance positive que l'on retrouve également sur le front du chômage qui poursuit sa baisse régulière depuis 2016 pour atteindre 10,6% en février dernier, le chiffre le plus bas depuis le Printemps arabe de 2011.

Ce mieux économique a toutefois du mal à se diffuser plus profondément au sein de la population

égyptienne qui subit toujours les effets d'une inflation, certes en forte baisse par rapport aux 27% de l'année 2017, mais encore à 13,1% en avril.



**☑ Notre opinion** – *Au final, si les améliorations macro-économiques sont bien réelles et sans doute un peu supérieures à ce que l'on attendait au moment de la dévaluation, le quotidien de la population égyptienne évolue peu comme l'illustre l'augmentation de deux fois et demi du prix du ticket de métro au Caire, une mesure parmi d'autres qui vise à réduire les subventions, tout en mettant en place des mesures de protection des ménages les plus pauvres. Cette évolution, comme nous l'avons déjà signalé, reste préoccupante, car l'épargne globale du pays et notamment celle des ménages est au plus bas à moins de 6% du PIB. De plus, sans une remontée de ce taux d'épargne domestique, la fragilité des comptes externes du pays restera forte, malgré l'aide du FMI.*

### Émirats Arabes Unis : profond assouplissement des règles d'actionnariat étranger et de visas

Les Émirats Arabes Unis viennent d'adopter une mesure très importante en vue d'attirer les investisseurs étrangers, en permettant aux entreprises étrangères d'être désormais détentrices à 100% du capital de leur implantation locale dans la plupart des secteurs économiques non pétroliers et aussi hors des zones économiques spéciales. La règle établie jusqu'alors ne permettait pas un actionnariat

supérieur à 49%, qui obligeait donc à coopérer avec un partenaire local. Parallèlement à cet assouplissement, la durée des visas de travail va être allongée de deux à dix ans pour les métiers à forte valeur ajoutée (scientifiques, médecins et ingénieurs). L'objectif du gouvernement émirati est de soutenir la croissance du secteur non pétrolier.

**☑ Notre opinion** – *En prenant cette décision, les Émirats se veulent le fer de lance de l'accueil des entreprises étrangères et souhaite rester le pays le plus attractif au sein des pays du Golfe.*

## Afrique sub-saharienne

### Comment évoluent les monnaies des principales économies de la région ?

À l'heure où la remontée des taux américains ainsi que le renforcement du dollar préoccupent beaucoup les économistes quant à leurs impacts multiples, il s'avère intéressant d'étudier l'évolution des monnaies de la région, notamment car une partie non négligeable de leur dette est libellée en devises étrangères. En effet, la dynamique de dette externe de la région est préoccupante et met en avant une vulnérabilité de la zone. Entre 2012 et 2017, la dette externe de l'Afrique sub-saharienne est passée de 23,7% du PIB à 36,7%, soit une hausse de 13 points de PIB. Et lorsque l'on exprime la dette externe en pourcentage des exportations de biens et services, les résultats sont encore plus impressionnants, avec une progression de 76% des exportations à 155% en seulement cinq années. Parmi les pays ayant la dette externe la plus forte, on retrouve le Soudan (plus de 500% des exportations), l'Éthiopie (plus de 300%) ou encore le Kenya et le Zimbabwe (plus de 200%).

Ainsi, avec une dette externe libellée en monnaie étrangère qui se renforce, les pays de la région sont plus exposés aux fluctuations de leur monnaie nationale, qui si elle se déprécie, alourdit le fardeau de la dette. Il est donc important de suivre l'évolution des cours des principales monnaies de la région vis-

à-vis du dollar. Nous analysons ici l'évolution de monnaies à régime de change flottant de quatre pays majeurs d'Afrique sub-saharienne, qui représentent à eux seuls 60% du PIB de la zone, à savoir le Nigéria, l'Afrique du Sud, l'Angola et le Kenya.

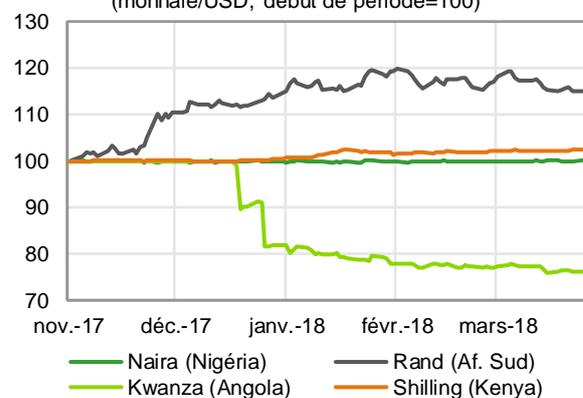
Globalement, il s'avère que les principales monnaies d'Afrique sub-saharienne restent stables depuis le début de l'année vis-à-vis du dollar, exception faite de l'Angola, qui a décidé de laisser flotter sa monnaie en janvier dernier, en raison de sa trop forte surévaluation et d'une baisse extrêmement rapide des réserves de change. Par ailleurs, on observe que le rand sud-africain a été, comme à son habitude, très volatile ces derniers mois. Après s'être fortement apprécié à l'approche des élections de l'ANC et lors de la confirmation de la victoire de C. Ramaphosa, qui a ensuite remplacé J. Zuma à la présidence du pays, l'euphorie est quelque peu retombée et le rand s'est stabilisé, puis déprécié quelque peu ces dernières semaines. Le shilling kenyan s'est légèrement apprécié ces derniers mois, ici aussi pour des raisons surtout politiques, après l'apaisement de vives tensions entre le président réélu et son principal opposant.

**Afrique sub-saharienne : dynamique de la dette externe**



Source : FMI WEO, Crédit Agricole S.A.

**Evolution des taux de change**  
(monnaie/USD, début de période=100)



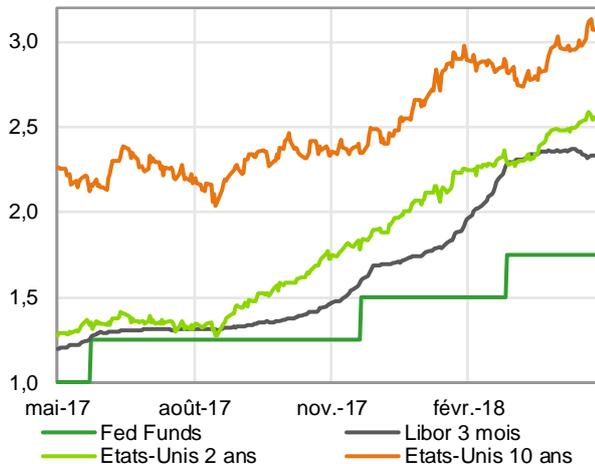
Sources : Reuters, Crédit Agricole S.A.

**✓ Notre opinion** – Cette relative stabilité des monnaies apparaît être une nouvelle plutôt rassurante. Mais il est difficile d'évaluer l'ampleur de l'impact des hausses des taux américains à venir sur ces économies, même si la plus vulnérable semble être celle de l'Afrique du Sud, qui est très dépendante des investissements de portefeuille. Ceci accroît sa vulnérabilité face à un possible retrait des capitaux en cas de défiance plus générale envers les pays émergents.

## Tendances à suivre

### Taux d'intérêt en dollar américain

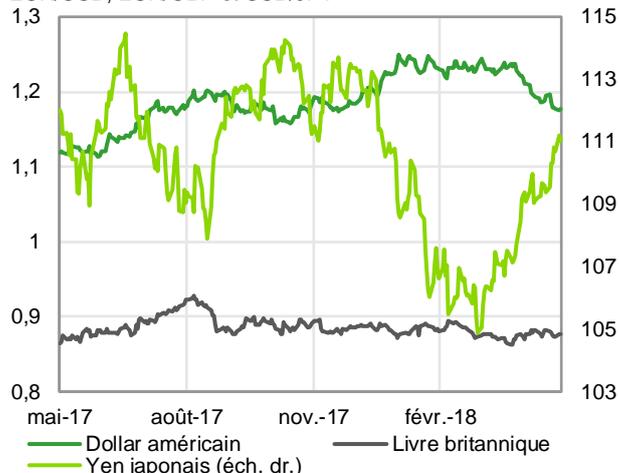
%, interbancaire (Londres) et souverains (Etats-Unis)



Source : Thomson Reuters

### Taux de change des principales devises

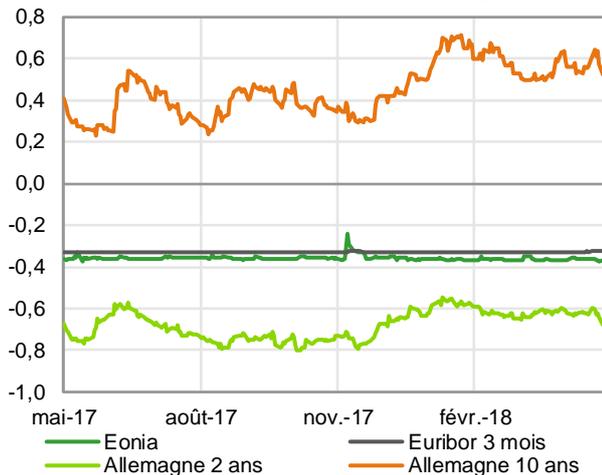
EUR/USD, EUR/GBP et USD/JPY



Source : Thomson Reuters

### Taux d'intérêt en euro

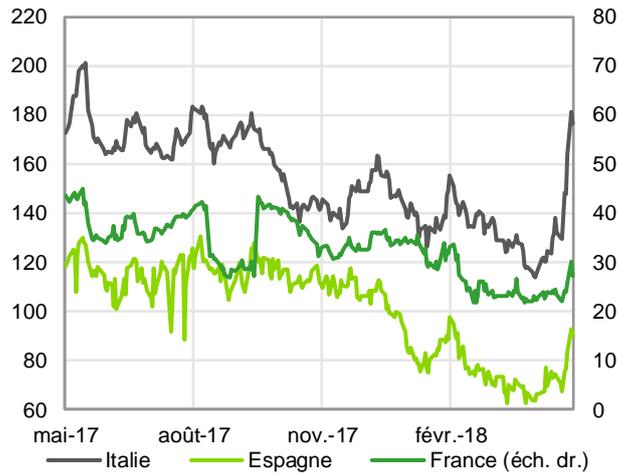
%, interbancaires (Londres) et souverains (Allemagne)



Source : Thomson Reuters

### Spreads souverains européens avec le Bund

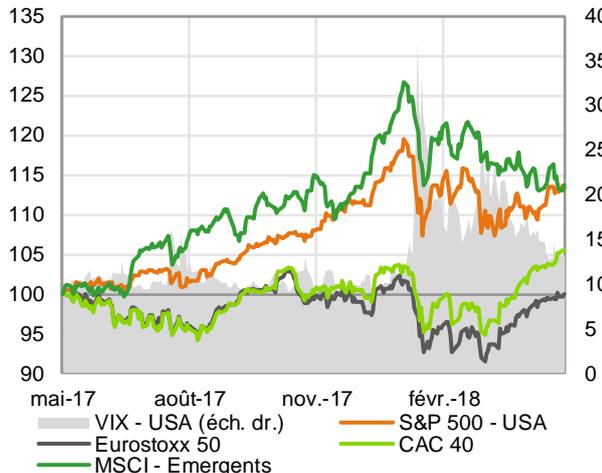
Pdb, dette en EUR à dix ans



Source : Thomson Reuters

### Marché actions

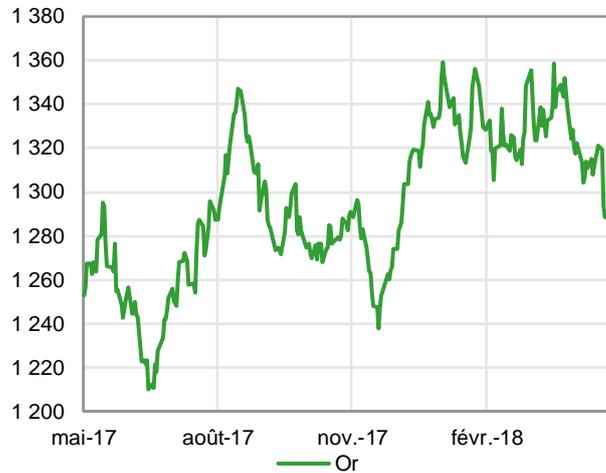
Indice boursiers (100 = début de période) et volatilité VIX



Source : Thomson Reuters

### Cours de l'once d'or

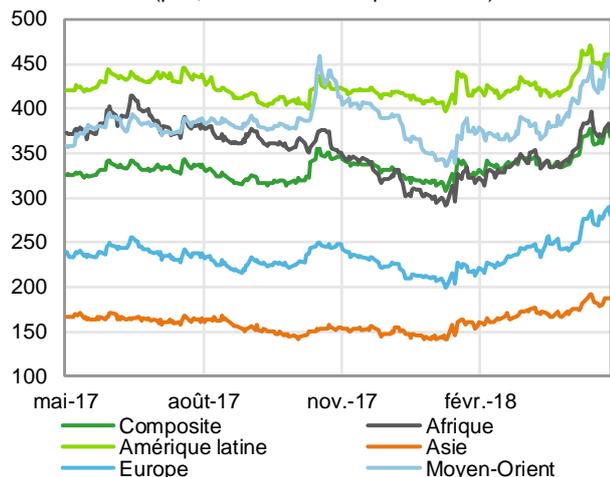
USD/Once troy (Londres)



Source : Thomson Reuters

### Spreads souverains émergents avec le T-Bond

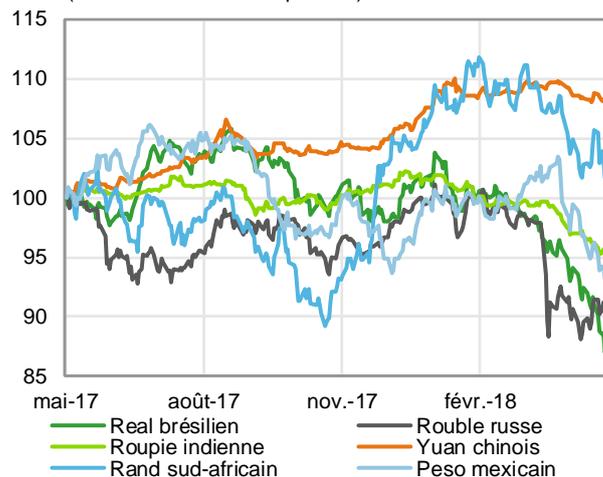
Indices EMBI+ (pdb, dette en USD de plus d'un an)



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

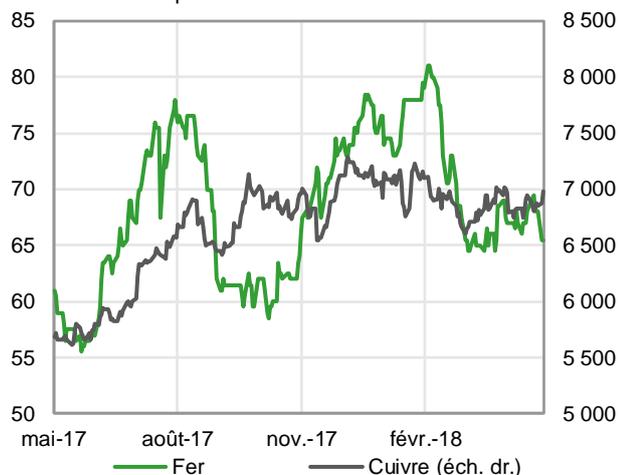
Brent (mer du Nord) et WTI (golfe du Mexique)



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

## Scénario économique du Groupe Crédit Agricole S.A.

	PIB (a/a, %)			Inflation (a/a, %)			Balance courante (% du PIB)		
	2017	2018	2019	2017	2018	2019	2017	2018	2019
<b>Etats-Unis</b>	2,3	2,8	2,9	2,1	2,4	2,0	-2,4	-2,8	-3,0
<b>Japon</b>	1,7	1,3	1,6	0,5	1,1	1,5	4,1	4,0	4,0
<b>Zone euro</b>	2,5	2,4	2,1	1,5	1,6	1,5	3,5	3,3	3,3
<b>Allemagne</b>	2,5	2,5	2,2	1,7	1,6	1,7	7,5	7,3	7,1
<b>France</b>	2,0	2,0	1,7	1,2	1,9	1,5	-1,3	-1,0	-0,9
<b>Italie</b>	1,5	1,6	1,4	1,3	1,1	1,0	2,5	1,8	1,8
<b>Espagne</b>	3,1	2,8	2,3	2,0	1,5	1,4	1,7	1,7	1,6
<b>Pays-Bas</b>	3,2	3,0	2,4	1,3	1,3	1,3	10,0	9,9	9,9
<b>Belgique</b>	1,7	1,8	1,6	2,2	2,0	1,9	-0,5	-0,3	-0,3
<b>Autres pays développés</b>									
<b>Royaume-Uni</b>	1,8	1,5	1,4	2,7	2,5	2,0	-4,4	-3,9	-4,4
<b>Canada</b>	3,0	2,2	1,7	1,6	2,1	2,0	-3,0	-3,0	-2,6
<b>Australie</b>	2,3	2,7	2,7	1,9	2,3	2,2	-2,3	-2,1	-2,3
<b>Suisse</b>	1,1	2,0	1,7	0,5	0,8	0,9	10,2	10,5	10,9
<b>Suède</b>	2,7	2,6	1,9	1,8	1,9	2,2	3,2	4,0	4,2
<b>Norvège</b>	1,9	2,4	2,9	1,9	2,0	1,8	5,1	5,3	5,0
<b>Asie</b>	6,2	5,9	6,0	2,4	2,8	2,8	1,9	1,2	0,8
<b>Chine</b>	6,8	6,6	6,4	1,6	2,5	1,6	1,4	0,7	0,0
<b>Inde</b>	7,1	6,7	7,4	4,5	3,7	5,9	-0,7	-1,7	-1,7
<b>Corée du Sud</b>	3,1	2,9	2,8	1,9	1,6	2,0	5,5	5,5	5,5
<b>Indonésie</b>	5,1	5,2	5,3	3,8	4,0	3,8	-1,5	-1,7	-1,8
<b>Taiwan</b>	2,5	2,0	2,0	0,6	1,2	1,5	13,0	12,0	12,0
<b>Thaïlande</b>	3,9	3,9	3,8	0,7	1,1	0,8	11,0	9,0	7,5
<b>Malaisie</b>	5,9	4,7	4,5	3,9	2,9	2,5	2,9	3,0	2,7
<b>Singapour</b>	3,6	3,0	2,5	0,6	1,0	1,0	19,6	19,3	19,0
<b>Hong Kong</b>	3,8	3,1	2,5	1,5	2,1	2,3	4,3	3,0	3,0
<b>Philippines</b>	6,6	6,5	6,5	3,3	3,6	3,2	-0,1	0,0	0,0
<b>Vietnam</b>	6,5	6,4	6,2	3,6	3,8	3,8	0,5	0,5	0,5
<b>Amérique latine</b>	1,6	2,5	2,7	6,3	5,1	4,4	-1,6	-1,9	-2,7
<b>Brésil</b>	1,0	2,5	2,9	2,9	3,7	4,0	-0,5	-1,1	-2,0
<b>Mexique</b>	2,0	1,9	2,1	5,7	4,2	3,3	-1,6	-1,8	-3,2
<b>Argentine</b>	2,9	3,6	3,7	23,0	14,0	10,0	-4,3	-4,5	-4,5
<b>Colombie</b>	1,6	2,7	2,3	3,3	3,2	3,2	-3,7	-3,3	-3,0
<b>Europe émergente</b>	3,5	3,0	2,3	5,6	4,9	4,7	-0,4	-0,8	-0,6
<b>Russie</b>	1,5	1,8	1,4	4,4	3,2	4,0	2,2	2,0	1,8
<b>Turquie</b>	7,4	4,8	3,0	11,1	11,0	9,0	-5,5	-6,6	-5,2
<b>Pologne</b>	4,6	4,3	3,0	2,0	1,4	1,7	0,3	-0,4	-0,6
<b>Rép. Tchèque</b>	4,6	3,5	3,1	2,5	1,9	1,7	1,1	0,5	0,5
<b>Roumanie</b>	6,9	4,5	4,0	1,3	4,7	3,0	-3,4	-3,6	-3,9
<b>Hongrie</b>	4,0	3,7	3,2	2,3	2,4	2,7	2,9	2,7	2,5
<b>Ukraine</b>	1,8	3,0	3,3	12,9	9,9	7,0	-4,4	-3,8	-4,0
<b>Afrique, Moyen-Orient</b>	1,9	3,0	3,3	7,4	6,4	6,1	-0,9	-0,1	0,2
<b>Arabie Saoudite</b>	-0,7	1,5	2,5	-0,8	3,4	2,9	1,3	3,0	3,0
<b>Emirats Arabes Unis</b>	2,0	3,0	3,1	2,0	3,1	3,0	3,8	4,0	4,1
<b>Afrique du Sud</b>	1,3	2,6	2,2	5,3	5,0	5,7	-2,5	-3,2	-3,3
<b>Egypte</b>	4,0	4,1	4,3	28,6	14,4	12,0	-6,0	-4,1	-3,3
<b>Algérie</b>	2,2	2,3	2,1	5,6	6,0	6,6	-13,7	-12,0	-11,0
<b>Qatar</b>	1,7	2,9	2,5	0,4	3,0	2,8	2,0	3,0	3,0
<b>Koweït</b>	-1,2	2,4	3,0	1,5	2,8	3,5	2,7	3,5	4,9
<b>Maroc</b>	4,2	3,3	3,8	0,8	1,8	2,0	-3,6	-3,3	-3,1
<b>Tunisie</b>	2,1	2,6	3,0	5,3	4,8	4,3	-10,0	-8,5	-7,9
<b>Total</b>	3,6	3,7	3,7	3,0	3,0	2,9			
<b>Pays industrialisés</b>	2,3	2,4	2,3	1,7	2,0	1,8			
<b>Pays émergents</b>	4,7	4,7	4,7	4,0	3,8	3,7			

MAJ le 23/05/2018

**Vous pouvez consulter nos prévisions économiques et financières sur notre site Internet.**

Consultez nos dernières parutions en accès libre sur Internet :

Date	Titre	Thème
24/05/2018	<a href="#">France – Travail temporaire : tendances à mi-mai 2018</a>	France, sectoriel
18/05/2018	<a href="#">Monde - L'actualité de la semaine</a>	Monde
07/05/2018	<a href="#">France – Immobilier résidentiel : évolutions récentes et perspectives 2018-2019</a>	France, Immobilier
04/05/2018	<a href="#">Monde - L'actualité de la semaine</a>	Monde
30/04/2018	<a href="#">Europe – Commerce extérieur – Guerre commerciale : le prix à payer</a>	Europe
30/04/2018	<a href="#">France - Scénario 2018-2019 : Une croissance solide en 2018-2019, malgré des difficultés...</a>	France
19/04/2018	<a href="#">Royaume-Uni – Scénario 2018-2019 : perspectives au T1-2018</a>	Royaume-Uni
18/04/2018	<a href="#">France – Programme de stabilité 2018</a>	France
18/04/2018	<a href="#">Allemagne – Scénario 2018-2019 : perspectives au T1-2018</a>	Allemagne
11/04/2018	<a href="#">France – Établissements de santé : tendances à mi-avril 2018</a>	France, sectoriel
04/04/2018	<a href="#">Monde – Scénario macro-économique 2018-2019 : en termes de croissance, le mieux peut se révéler...</a>	Monde
04/04/2018	<a href="#">Allemagne – Marché immobilier : s'approche-t-on du retournement du cycle ?</a>	Allemagne
03/04/2018	<a href="#">Infographie - Le baromètre des Médias en France</a>	Sectoriel
30/03/2018	<a href="#">France : situation des PME</a>	France
28/03/2018	<a href="#">Royaume-Uni – Brexit : des avancées significatives, mais le plus dur reste à faire</a>	Royaume-Uni
22/03/2018	<a href="#">Le Baromètre de l'e-Commerce en France</a>	France, sectoriel
22/03/2018	<a href="#">Italie – Conjoncture : la croissance et l'amélioration dans le secteur bancaire contiennent le risque politique</a>	Italie, Macro et banques
09/03/2018	<a href="#">Italie – le grand puzzle post-électoral : premières réactions</a>	Italie
01/03/2018	<a href="#">Italie – Enjeux politiques : Le risque n'est pas toujours où l'on croit</a>	Italie

### Études Économiques Groupe – Crédit Agricole S.A.

12, place des États-Unis – 92127 Montrouge Cedex

**Directeur de la publication :** Isabelle JOB-BAZILLE

**Rédacteur en chef :** Armelle SARDA

**Zone euro :** Ticiano BRUNELLO, Olivier ELUERE, Léopold JOUVEN, Ludovic MARTIN, Paola MONPERRUS-VERONI, Anna SIENKIEWICZ, Philippe VILAS-BOAS

**Royaume-Uni, Irlande, pays scandinaves :** Slavena NAZAROVA

**Europe centrale et orientale, Asie centrale :** Tania SOLLOGOUB, Ada ZAN

**Asie :** Sylvain LACLIAS

**Amérique latine :** Catherine LÉBOUGRE

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

**Afrique :** Matthias LOISE

**Documentation :** Dominique PETIT, Elisabeth SERREAU, Delphine EUPHRASIE

**Statistiques :** Robin MOURIER

**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 :** <http://etudes-economiques.credit-agricole.com>

**iPad :** application [Etudes ECO](#) disponible sur App store

**Android :** application [Etudes ECO](#) disponible 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.*