

Perspectives

Hebdomadaire – N°18/199 – 5 octobre 2018

MONDE – L'actualité de la semaine

👉 Des marchés sous haute pression

De bons chiffres aux États-Unis qu'est venue obscurcir la possibilité d'une attitude plus belliqueuse des États-Unis à l'égard de la Chine et allant au-delà de la « vulgaire » taxation des exportations de biens. Les bonnes nouvelles purement américaines, tout d'abord. Des commandes de biens durables qui progressent fortement en août et suggèrent la poursuite du raffermissement de l'investissement. Vigueur que le recul des demandes d'allocations chômage tombées à un niveau historiquement faible (proche du minimum enregistré au cours des cinquante dernières années) est venu conforter. Des nouvelles qui confirment (si cela était encore nécessaire) le dynamisme de la croissance américaine, tirée par une demande interne solide émanant aussi bien des ménages que des entreprises. Il faut espérer que c'est bien cette vigueur non démentie que les taux d'intérêt longs américains ont saluée en se redressant de 14 pb (à 3,20%). Le panorama s'obscurcit en revanche très nettement, lorsque l'on observe le recul des marchés actions (développés et émergents), l'écartement des primes de risque (marchés du crédit et dette émergente) et, du côté européen, la baisse de l'euro contre dollar et le redressement des *spreads* italiens. Les actifs à risque, déjà mis sous pression par la remontée des rendements sans risque (américains, mais également allemands) ont peu apprécié les déclarations du vice-président américain Pence (reprises par Bloomberg) qui suggèrent que les tensions sino-américaines montent d'un cran. Mike Pence a déclaré que la Chine s'immisçait dans les affaires intérieures des États-Unis. Elle tente d'influencer les élections au Congrès américain de mi-mandat, afin de porter préjudice au président Trump. Les États-Unis sont également déçus que la libéralisation économique de la Chine n'ait pas abouti à un partenariat plus étroit, mais conduise à une agression économique. M. Pence exhorte les entreprises américaines à ne pas céder à la pression de Pékin. Enfin, l'administration américaine entend prendre des mesures plus énergiques à l'encontre de la Chine, afin de contrer ses activités dans divers

domaines (commerce, économie, politique étrangère). Sur un autre registre, alors que le marché n'avait pas apprécié les niveaux de déficit public annoncés par le gouvernement italien (cf. « [Passions, tensions, pressions : le « roman » de l'Italie à l'Europe et aux marchés](#) »), il a jugé optimistes les prévisions de croissance sur lesquelles ils sont établis et audacieux le lent repli du ratio dette/PIB. Si le choc a été important sur la prime de risque (qui a flirté avec les 300 pb), il n'entraîne désormais heureusement plus dans son sillage les primes des pays périphériques mais pèse sur l'euro.

☞ <i>Passions, tensions, pressions : la narration de l'Italie à l'Europe et aux marchés</i>	2
☞ <i>Zone euro : l'inflation sous-jacente ne décolle pas en dépit de la hausse des prix à la production</i>	3
☞ <i>France : la consommation des ménages en biens se redresse en août</i>	3
☞ <i>Allemagne : les législatives régionales d'octobre risquent-elles de bousculer la grande coalition ?</i>	4
☞ <i>Italie : amélioration des prix de l'immobilier</i>	5
☞ <i>Italie : fort rebond du revenu disponible des ménages au T25</i>	
☞ <i>Des éclaircies en septembre dans un climat toujours obscur</i>	6
☞ <i>Chine : l'industrie manufacturière sous pression</i>	7
☞ <i>Inde : hausse des prix de soutien minimum pour les récoltes hivernales</i>	7
☞ <i>Argentine – Nouvel accord avec le FMI : un plan complexe pour un parcours semé d'embûches</i>	8
☞ <i>Bahreïn : aide financière massive de 10 Mds USD par les pays du CCG</i>	9
☞ <i>Jordanie : une aide financière de 2,5 Mds USD par les pays du CCG</i>	9
☞ <i>Irak – Nouveaux président et Premier ministre : vers une forme de stabilité politique ?</i>	9
☞ <i>Éthiopie : une hausse de la croissance du PIB jusqu'à 8,5% en 2018-2019, selon le FMI</i>	10
☞ <i>Côte d'Ivoire : des dépenses budgétaires en hausse de 8,6% pour 2019</i>	10

Editorial

Passions, tensions, pressions : le « roman » de l'Italie à l'Europe et aux marchés

Après une première version des principales hypothèses macro-économiques et budgétaires du prochain projet de Loi de finances, diffusées à la presse la semaine dernière, on dispose enfin du document officiel de cadrage présenté au Parlement. Le délai exceptionnellement long témoigne de la difficulté à rendre compatibles, voire d'équilibrer, l'objectif de soutenabilité dont le ministre de l'Économie s'est porté garant et l'objectif de relance de l'économie porté par les deux forces de gouvernement en tant que projet de législation. La rupture par rapport à la stratégie d'un « sentier étroit » (gagner des petites marges de flexibilité budgétaire en échange de réformes structurelles) pratiquée par le gouvernement sortant, qui n'a pas su se concrétiser par un véritable rebond de la croissance a été un argument de campagne fort. Cette rupture s'est traduite, la semaine dernière, par l'annonce d'un déficit à 2,4% du PIB en 2019, 2020 et 2021, soit une expansion budgétaire de 0,5 point de PIB en 2019, 0,2 point en 2020 et 0,3 point en 2021, contre 0,6 point de restriction budgétaire par an préconisée par les règles européennes. Trop pour que la Commission européenne, y compris en faisant jouer les différentes clauses de flexibilité, puisse accepter de fermer les yeux. D'autant plus que la logique de confrontation déployée par certains responsables des deux forces politiques gouvernementales ne semblait pas rendre possible l'ouverture d'un dialogue capable d'aboutir à un compromis. La réponse, par voie de presse, de la Commission a été inévitablement claire. À première vue, les chiffres ne sont pas conformes. La Commission a trois options : soit accepter le projet de Loi de finances tel quel, soit échanger des informations sur les points controversés, soit encore le repousser (ce qui n'a jamais été fait avec aucun pays). L'invitation à la table de négociation est très claire, mais avec des points de fermeté.

Entre temps, les marchés ont donné leur lecture des événements et ont réagi. Ils ont lu le risque d'un dérapage budgétaire pouvant rendre plus vulnérable la dette publique. Ils ont lu une conflictualité accrue des deux forces politiques, chacune voulant concrétiser rapidement ses promesses de campagne. Ils ont lu la difficulté du ministre de l'Économie et des autres institutions (président de la République et Banque d'Italie) à faire pression pour un arrangement pouvant satisfaire les instances européennes. La prime de risque a touché un pic à 302 points de base pour revenir ensuite à 280.

La pression des marchés et l'invitation de la Commission à ouvrir le dialogue ont poussé le gouvernement à réviser sa copie. Finalement, le déficit montera bien à 2,4% en 2019, mais il descendra à

2,1% en 2020 et à 1,8% en 2021. Il y aura donc une expansion budgétaire l'année prochaine, mais l'orientation budgétaire redeviendra neutre ensuite. Le chemin vers une annulation du déficit structurel reprendra ensuite à partir de 2022. Une pause de trois ans dans le processus d'ajustement structurel des comptes publics, qui s'ajoute à la pause négociée en 2016 et 2017. En 2016 et 2017, le déficit public a néanmoins pu se réduire, aidé par la croissance retrouvée et la baisse des rendements.

Avec quels arguments le gouvernement se présentera-t-il donc à la table de négociation ? Exactement les mêmes que ceux avancés devant le Parlement : le parcours de convergence vers l'équilibre budgétaire sera repris seulement après la consolidation de la croissance, c'est-à-dire après que l'économie italienne aura retrouvé le taux de croissance d'avant la crise. L'objectif de soutenabilité des finances publiques doit être aussi prioritaire que celui, double, d'une croissance soutenue et de sauvegarde de la cohésion sociale. Ce dernier point est avancé pour la première fois en s'appuyant sur un important retard dans l'objectif d'Europe 2020¹ concernant la réduction de la pauvreté et l'exclusion sociale. La nécessité d'avoir recours à des instruments exceptionnels, face à un problème aussi exceptionnel de retard dans l'investissement public et de vétusté des infrastructures est aussi mis en avant. Et il ne faut pas l'oublier : la Constitution prévoit que le Parlement vote à la majorité absolue sur toute déviation temporaire du déficit structurel par rapport à l'objectif de l'équilibre.

Le pari du gouvernement est risqué : la croissance avant tout, ce qui assurera la soutenabilité des comptes publics. Trop beau pour être vrai. Les projections de croissance sont très volontaires : 1,5% en 2019 (après 1,2% en 2018), 1,6% en 2020 et 1,4% en 2021. Une économie italienne, qui croîtra en dépit du ralentissement anticipé de l'économie mondiale, à un rythme bien supérieur au consensus (1% en 2019 et 2020). La croissance plus soutenue ne serait que la concrétisation des mesures annoncées d'investissement public, de baisse de la fiscalité et de soutien au revenu par le dispositif de revenu universel. De quoi relever la croissance de 0,5-0,6 point par an, avec un multiplicateur qui serait donc de l'ordre de 1. Pas impossible en ce qui concerne l'investissement public (les estimations varient d'une valeur de 0,5 pour la CE, à 0,8-1,2 pour l'OCDE, à 1 pour le FMI ou encore à 1,6 pour la BCE). Plus difficile pour la baisse de la fiscalité, le revenu universel ou encore l'abaissement de l'âge de départ en retraite, qui constituent les plus gros montants inscrits dans le projet de Loi de finance.

¹ Europe 2020 est la stratégie de croissance élaborée par la Commission européenne pour la décennie en cours, qui vise à créer une croissance durable et inclusive afin de surmonter

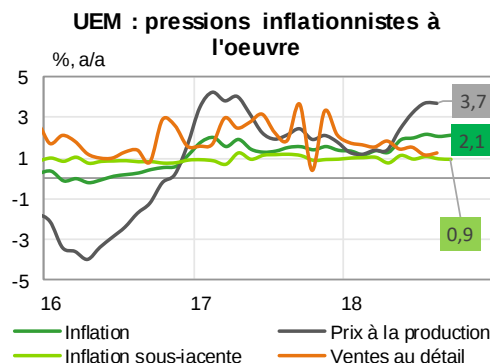
les faiblesses structurelles de l'économie d'en améliorer la compétitivité et la productivité avec pour objectif une économie sociale de marché durable.

Zone euro

Zone euro : l'inflation sous-jacente ne décolle pas en dépit de la hausse des prix à la production

L'indice des prix harmonisé à la consommation en zone euro a augmenté de +2,1% en rythme annuel au mois de septembre, après +2% en août. Cette accélération de l'inflation domestique résulte essentiellement des prix de l'énergie (+9,5% sur un an) et des denrées alimentaires (+2,7%), alors que le taux de croissance des prix des services et des biens industriels s'est stabilisé. En effet, l'inflation sous-jacente demeure stable et sous le seuil de 1%, signe que les tensions inflationnistes sont finalement assez faibles, une fois l'effet prix de l'énergie isolé. En parallèle, la croissance des prix à la production a significativement accéléré depuis le début de l'année, passant de +1,3% (en rythme annuel) en janvier à +3,7% au mois d'août, sans pour autant se répercuter sur les prix à la vente. Cette situation signifie que ce sont avant tout les entreprises qui ont supporté dans un premier temps le surcoût des

produits entrants dans la production. Dans le même temps, le chiffre d'affaires des ventes au détail s'est dégradé et peine à rebondir.



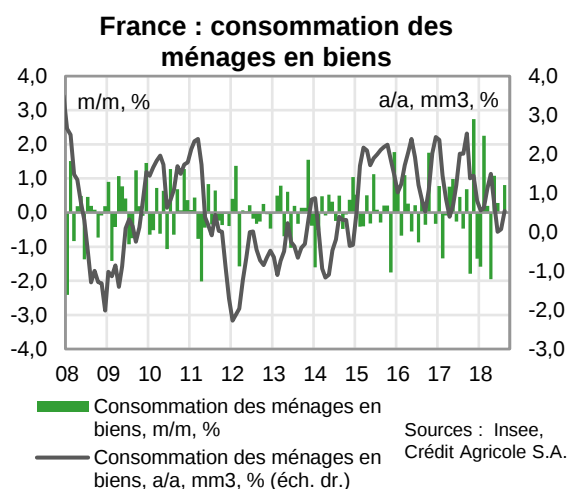
Sources : Eurostat, Crédit Agricole S.A.

✓ **Notre opinion** – L'inflation en zone euro dépasse les 2% souhaités par la Banque centrale européenne, mais l'inflation sous-jacente ne décolle pas et demeure toujours sous le seuil de 1%. Les conditions nécessaires à une accélération de l'inflation hors énergie ne semblent pas atteintes et la récente hausse des prix à la production ne se répercute pas sur les prix de vente au consommateur.

France : la consommation des ménages en biens se redresse en août

Sur les trois derniers mois par rapport aux trois mois précédents, la consommation des ménages en biens connaît un rebond de +0,6%, grâce notamment à un bon mois d'août (+0,8% sur un mois), après une stagnation au mois de juillet. Sur un an, elle est en hausse de 1,3%.

Le rebond observé en août se justifie par la nette hausse de la consommation de biens fabriqués (+2,5% sur un mois, après +0% en juillet). En particulier, la consommation de biens durables enregistre un sursaut (+4,1%, après -0,7%), notamment grâce aux matériels de transport, tandis que l'habillement connaît une hausse plus légère (+0,8%, après +1,1%). L'alimentaire (-0,6%) et l'énergie (-0,5%) connaissent en revanche un léger repli au cours du mois d'août.

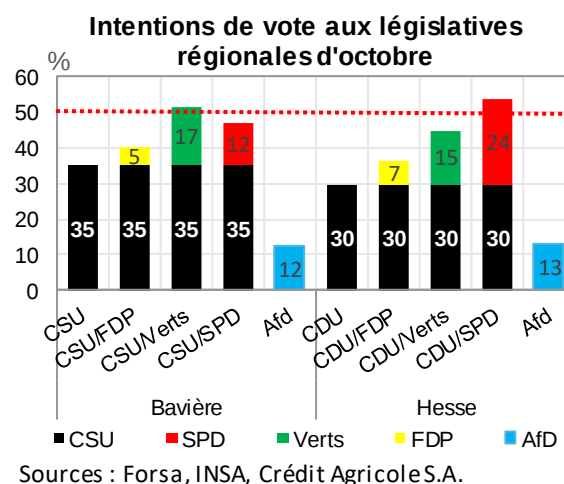


✓ **Notre opinion** – La consommation des ménages a connu une évolution médiocre au premier semestre. Cette évolution se justifiait en partie par l'effet de diverses mesures fiscales ayant pesé sur le pouvoir d'achat en début d'année. Les indicateurs avancés sur le troisième trimestre suggèrent toutefois une amélioration. L'acquis de croissance de la consommation des ménages en biens est nettement positif, +1,1% en glissement trimestriel pour le troisième trimestre. Au second semestre l'effet des mesures fiscales soutiendra la consommation des ménages. Au-delà, les perspectives de la consommation demeurent assez modestes, compte tenu notamment d'un taux de chômage qui demeure élevé et d'un niveau de confiance des ménages en dessous de sa moyenne de longue période.

👉 Allemagne : les législatives régionales d'octobre risquent-elles de bousculer la grande coalition ?

Les législatives régionales auront lieu en Bavière et en Hesse respectivement les 14 et 28 octobre prochains. Si l'objectif est de redistribuer les sièges des parlements régionaux et d'effectuer les choix de gouvernance locale pour les cinq prochaines années, les enjeux politiques y sont quelque peu différents. En Bavière, l'Union chrétienne-sociale (CSU) régnait jusqu'ici sans partage en détenant la majorité absolue des sièges du parlement (101 sièges sur 180). Cependant, tous les sondages sont unanimes, la CSU a perdu plus de 12 points dans les sondages comparativement à 2013, ce qui l'obligera pour la première fois à s'allier pour former une coalition jusqu'ici inexistante dans cette région. Si tel est le cas, il s'agira d'un désaveu cinglant pour le tenant de la présidence du parti et actuel ministre fédéral de l'Intérieur, Horst Seehofer. La percée du parti d'extrême-droite – AfD – dans les intentions de vote, avec plus de 12% constitue la principale raison de ce naufrage. Pourtant, monsieur Seehofer s'est ouvertement prononcé contre la politique migratoire de la chancelière à de multiples reprises, au risque de mettre en péril le nouveau contrat de coalition difficilement validé et depuis renforcé en matière d'immigration. D'après les dernières estimations, seule une alliance avec les Verts permettrait d'atteindre la majorité parlementaire, tandis qu'une alliance avec le parti libéral (FDP) ou social-démocrate (SPD) serait insuffisante pour obtenir une

majorité relative. En Hesse, l'actuelle coalition gouvernementale CDU/Verts (61 sièges sur 110) serait également remise en cause. La CDU ayant perdu plus de 8 points dans les sondages depuis 2013, et l'AfD en ayant gagné 9, les combinaisons possibles d'alliance restent limitées. Pour l'instant, une coalition Jamaïque CDU/Verts/FDP permettrait d'atteindre la majorité parlementaire si toutefois le FDP atteint le seuil de 5% des voix. Une alternative possible serait également un rapprochement avec le SPD, mais nécessiterait un tournant politique plus délicat à amorcer.



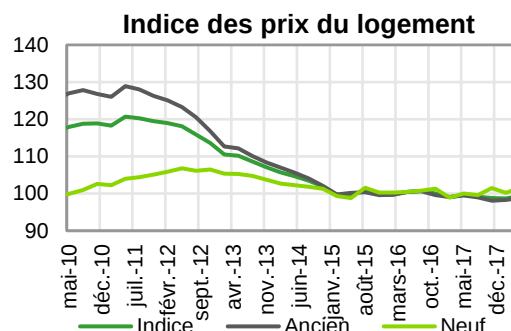
✅ **Notre opinion** – Les derniers sondages pour ces législatives sont clairs. Ils marquent un recul prononcé des partis de l'Union conservatrice et du SPD, tandis que l'AFD obtiendrait vraisemblablement deux nouvelles entrées dans des parlements régionaux. Avec plus de 12% des voix, celui-ci chamboule les alliances précédemment établies et pousse la provocation en s'affirmant ouvert à des discussions pour une éventuelle coalition. Les élections en Bavière pourraient affaiblir davantage H. Seehofer et raviver les tensions entre les deux partenaires de l'Union au sein de la coalition fédérale.

👉 Italie : amélioration des prix de l'immobilier

Selon les estimations préliminaires de l'Institut national de statistique (ISTAT), l'indice des prix de l'immobilier résidentiel a augmenté de 0,8% sur le trimestre, avec une variation toujours négative sur l'année (-0,2%). La baisse tendancielle s'explique par le recul des prix des logements anciens (-0,7% sur un an, -1% sur le trimestre), compensée partiellement par une progression de 1% sur un an (1,6% sur le trimestre) du logement neuf. Sur le trimestre, les prix des logements anciens et neufs ont augmenté, de 0,7% et 1,7% respectivement.

Les prix de la région nord-ouest ont augmenté plus rapidement (0,7% sur un an), alors que ceux du nord-est restent stables. Le centre et le sud affichent encore une variation tendancielle négative de -1,6% et 0,6% respectivement.

Les volumes de ventes ont augmenté de 5,6% sur un an, continuant une trajectoire positive de croissance.



Source : Istat, Agenzia delle Entrate, Crédit

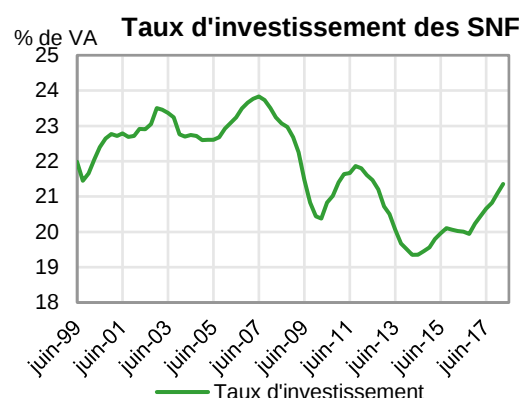
❑ **Notre opinion** – Alors que les prix des logements neufs donnent de légers signes de reprise, les logements existants (qui représentent désormais plus de 80% du calcul des indices de 2018) marquent le pas avec les évolutions tendancielle qui restent négatives. Les données récentes montrent une stabilité substantielle de la dynamique des prix de l'immobilier, après le ralentissement de 2017 qui avait interrompu la légère reprise en 2016, lorsque la forte augmentation des transactions dans l'immobilier résidentiel avait été enregistrée (+18,4% selon les estimations de l'Observatoire du marché immobilier).

👉 Italie : fort rebond du revenu disponible des ménages au T2

La situation des ménages s'est encore améliorée au deuxième trimestre 2018. Le revenu disponible a crû significativement, de 1,3% sur le trimestre (2,9% sur un an), grâce à la contribution positive et temporaire de la hausse des salaires du secteur public (fin du gel des salaires). Le dynamisme du revenu disponible a dépassé celui de l'inflation (0,1% sur le trimestre pour le déflateur de la consommation) garantissant une accélération du pouvoir d'achat (1,2% après une réduction de 0,2% au T1). La très modeste remontée de la consommation (0,1% sur le trimestre) a induit une remontée du taux d'épargne à 8,6% qui a effacé la baisse du T1 (le taux d'épargne s'affichait à 7,6%, et avait baissé de 0,5%). Le taux d'investissement des ménages reste stable à 5,9%, signe que l'investissement résidentiel a progressé presque aussi vite que le revenu disponible.

Du côté des entreprises, la progression modeste de la valeur ajoutée au T2 2018 (0,1% sur le trimestre) s'est couplée d'un ralentissement plus marqué de l'excédent brut d'exploitation des sociétés non financières, avec pour résultat une flexion du taux de

marge à 41,5% (41,6% au premier trimestre) qui poursuit sa tendance décroissante depuis six trimestres. Néanmoins, l'investissement des entreprises maintient une bonne dynamique (6,5% en valeur sur un an) avec un taux d'investissement qui, à 21,9%, retrouve son niveau de 2011, après une forte augmentation de 0,5% au T2.



Source : Eurostat, Crédit Agricole S.A.

❑ **Notre opinion** – Les données du T2 2018 nous permettent de confirmer que le cycle d'investissement en Italie reste dynamique du côté des entreprises, mais aussi – bien que dans une moindre mesure – du côté des ménages. Malgré la dégradation des marges résultant de la reprise de l'emploi et des salaires, l'ample disponibilité d'épargne permet de garantir des bonnes perspectives d'investissement, qui reposent aussi sur un niveau d'endettement au plus bas depuis l'année 2013.

Royaume-Uni

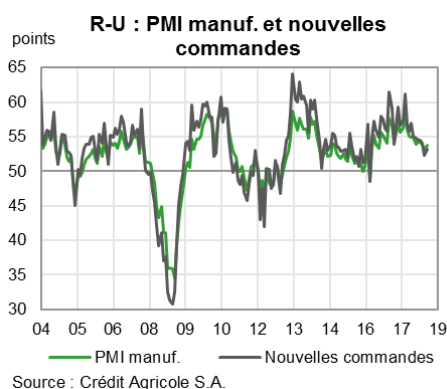
Des éclaircies en septembre dans un climat toujours obscur

L'enquête PMI composite auprès des directeurs d'achat suggère une quasi-stabilisation du rythme d'expansion au mois de septembre par rapport au mois précédent. Il s'affiche à 54,1, contre 54,2 au mois d'août. Les nouvelles commandes ne montrent pas de fléchissement de leur taux de croissance qui reste proche de la moyenne depuis le début de l'année. Les créations d'emploi s'accroissent pour le troisième mois consécutif, avec un rythme qui atteint son plus haut depuis le mois de février. En revanche, l'analyse par secteur montre des tendances divergentes.

Dans l'industrie, la croissance de l'activité semble s'être renforcée avec un rebond de la composante « output » de 1,6 point à 55,4, soit son plus haut depuis le mois de mai. L'accélération de l'activité se fait à la faveur d'une reprise des nouvelles commandes et des commandes à l'exportation, après leur fort essoufflement du mois d'août. Cependant, en niveau, les deux sous-composantes restent inférieures à leur moyenne de mai-juin et suggèrent

donc toujours une demande déprimée. Au total, l'indice PMI manufacturier rebondit en août (de 0,8 point à 53,8), mais ne retrouve pas son niveau de juillet (53,9). Le secteur a créé un peu plus d'emplois que le creux du mois d'août, mais celles-ci restent faibles. En moyenne sur le troisième trimestre, l'activité a ralenti avec un indice PMI manufacturier à 53,6, contre 54,4 au deuxième trimestre.

Dans les services, qui représentent les trois-quarts de l'activité totale, l'indice PMI recule légèrement au mois de septembre, de 0,4 point à 53,9, soit un niveau inférieur à sa moyenne historique. Par rapport au troisième trimestre, il indique une quasi-stabilité du rythme de croissance avec un indice à 53,9 en moyenne, contre 54 au deuxième trimestre. Le taux de croissance devrait donc être relativement soutenu et proche de 0,6% sur le trimestre. Par ailleurs, les créations d'emploi s'améliorent pour le deuxième mois consécutif et retrouvent leur plus haut depuis février.



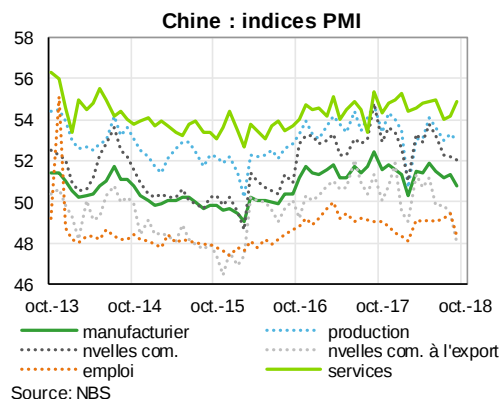
✓ Notre opinion – On observe une amélioration de l'activité dans le secteur manufacturier en septembre, avec une hausse de la demande à la fois domestique et externe, un rebond des créations d'emplois et des pressions inflationnistes à la hausse. En revanche, ce rebond (technique après le creux d'août) ne permet pas d'empêcher un ralentissement du rythme de croissance dans le secteur sur l'ensemble du troisième trimestre. L'incertitude sur le Brexit et la volatilité du taux de change sont citées comme des facteurs-clé pesant sur la confiance des entreprises. Dans les services, malgré la légère baisse de l'indice PMI sur le mois de septembre, le taux de croissance de l'activité reste relativement soutenu sur le trimestre. Les créations d'emplois s'améliorent avec un rythme au plus haut depuis sept mois. Dans l'ensemble, les PMI suggèrent une croissance d'environ 0,4% sur le trimestre (la même qu'au T2) et suggèrent un risque baissier sur notre prévision de 0,5%.

Asie

Chine : l'industrie manufacturière sous pression

L'indice PMI manufacturier publié par Pékin s'est établi à 50,8 en septembre, contre 51,3 le mois précédent. Et tous les sous-indices qui le compose ont également reculé. Celui de la production de 53,3 en août à 53 le mois dernier, celui des nouvelles commandes de 52,2 à 52, celui des nouvelles commandes à l'export de 49,4 à 48 et celui de l'emploi de 49,4 à 48,3.

L'indice PMI des services produit par l'appareil statistique chinois, en revanche, a augmenté de 0,7 point en septembre (par rapport au mois précédent), à 54,9.



Notre opinion – Oui, l'industrie manufacturière semble sous pression au regard de cet indice PMI. Cela viendrait avant tout de l'extérieur, et plus précisément des taxes douanières introduites en deux temps par Washington, début juillet et fin septembre, sur un total d'environ 235 Mds USD de produits chinois (exportés vers le marché américain). Et avec vraisemblablement des répercussions négatives sur l'emploi dans la branche.

Mais cela n'en aurait pas sur le secteur des services ; il serait immune face à ces pressions d'outre-Pacifique ? Restons vigilant... Les canaux de transmission ne sont là pas directs, plus longs à diffuser les effets de cet affrontement commercial avec les États-Unis, et avec de la déperdition, mais ils existent, via les profits des entreprises, le marché du travail, le climat général des affaires, la confiance des ménages, la bourse, le yuan, les réserves de change...

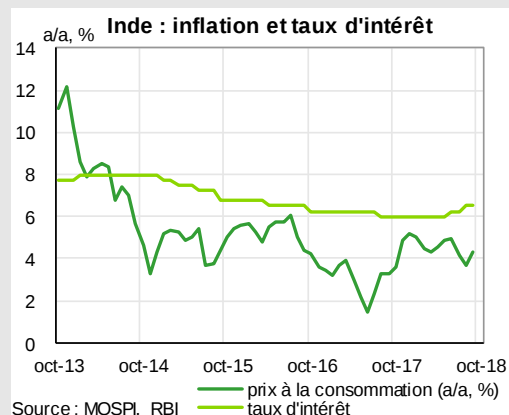
À voir, bien sûr, comment tout cela va se répercuter sur les chiffres d'activité de septembre et d'après, Pékin ayant déjà commencé à se montrer plus accommodant en matières monétaire et budgétaire, afin de préserver son objectif de croissance pour l'année en cours, aux alentours de 6,5%. Mais l'économie chinoise ne semble pas aller au mieux...

Inde : hausse des prix de soutien minimum pour les récoltes hivernales

Celui du blé va ainsi être relevé de 6%, soit d'environ 1,44 dollar pour 100 kilogrammes. Celui du colza et des pois chiches de 5%.

Notre opinion – Alors que l'inflation est remontée à 4,3% en variation sur un an en septembre, comparé à 3,7% en août, cette décision du gouvernement fédéral pourrait ajouter quelques pressions inflationnistes et forcer un peu plus la Banque centrale à augmenter une nouvelle fois son taux d'intérêt directeur au cours des mois à venir ; si tant est que ces prix de soutien minimum réussissent à créer un plancher, ce qui n'est pas toujours le cas, comme l'hiver dernier quand les prix du marché domestique sont descendus en dessous.

Mais le risque en vaut sans doute la chandelle, pour le gouvernement. Celui-ci fait face au mécontentement croissant des paysans, qui subissent une double hausse des coûts de production, liée à l'augmentation des prix du carburant et des fertilisants, en même temps qu'ils opèrent dans un marché où les récoltes estivales ont été abondantes (pour des raisons climatiques, mais aussi d'amélioration des rendements) et tirent ainsi les prix (sur le marché intérieur) à la baisse. Or, c'est un électorat très précieux, alors qu'approche le prochain scrutin général, au printemps 2019. La course de M. Modi à sa réélection est lancée, mais elle n'est pas encore gagnée...



Amérique latine

Argentine – Nouvel accord avec le FMI : un plan complexe pour un parcours semé d'embûches

L'Argentine a de nouveau sollicité le FMI. Le montant du nouveau *stand-by-agreement* (SBA) est augmenté de 7,1 Mds USD et donc porté à 57,1 Mds USD (fin du programme 2021) et « re-profilé ». En 2018 (en plus des 15 Mds USD tirés en juin), 8 Mds USD seront décaissés. En 2019, les versements doublent et doivent permettre au souverain de ne pas avoir à procéder à de nouvelles émissions nettes en 2019. Le ciblage de l'inflation est temporairement abandonné au profit du contrôle de la croissance des agrégats monétaires (le plus étroit M0 constant jusqu'en juin 2019) et d'un taux de change flottant avec possibilité d'interventions limitées en cas d'extrême volatilité. Le cours du peso contre dollar doit en effet évoluer à l'intérieur d'une bande de [34, 44] pesos pour 1 dollar (soit le cours moyen constaté du 17 au 21 septembre +/-15%). Il s'agit d'une zone de « non-intervention » : en cas de franchissement des limites, la BCRA peut intervenir ; mais ses interventions sont limitées à 150 millions

USD par jour. C'est un système de « *crawling band* » : la bande sera ajustée de 3% par mois.

Mds USD	2019	2020
BESOIN DE FINANCEMENT	36,7	25,7
Solde primaire	0	-5,2
Plan Gaz	0,6	0,6
Intérêts	14,1	15,4
Principal	22	14,9
Multilatéraux (hors FMI)	3,6	2,9
Créanciers privés	18,4	12
Obligations externes	2,8	0,4
Obligations locales	3,9	10,9
Repos	2,9	0,7
Letes en USD	5,7	0
Letes en ARS	3,1	0
SOURCES DE FINANCEMENT hors émissions LETES	29,1	9,3
FMI	22,8	5,9
Multilatéraux (hors FMI)	4,6	2,9
Repos	1,7	0,5
ECART – LETES EN USD et ARS	7,6	16,4

✓ Notre opinion – Alors que la contraction du PIB sur un an s'élevait à 4,2% au 2^e trimestre, que l'inflation en glissement annuel se situait à 34,5% en août, que le taux de chômage se redressait (9,6% avec un taux d'emploi faible, 42%), la stratégie élaborée avec le FMI ne semblait pas crédible. Elle l'était d'autant moins que les problèmes irrésolus restaient nombreux et complexes. La diminution du stock de titres émis par la BCRA et la fin du financement monétaire du déficit budgétaire risquaient de se traduire par un accroissement de la dette publique en dollar et une dollarisation accrue ; en dépit du maintien du ciblage de l'inflation (sans annoncer de cible pour 2018, mais un objectif de 17% fin 2019), la nouvelle politique monétaire n'offrait aucun ancrage nominal crédible à très court terme. Il n'y avait évidemment pas d'objectif de change.

Or, après avoir vécu avec un currency board (1991-2001), puis un système de crawling peg (2003-2015), l'Argentine a expérimenté l'inflation targeting avec un change flottant. La rigidité du mode de formation des prix a conduit à une inflation élevée et à la formation d'anticipation « backward looking » même avec des ancrages nominaux ; la dépréciation du peso ne permet pas de gagner significativement en compétitivité (forte indexation et structure des exportations qui fait largement de l'Argentine un « price taker » ; baisse du real alors que le Brésil est le premier partenaire commercial), mais elle alimente l'inflation, nourrit la hausse des taux d'intérêt, aggrave la récession. Une forte dépréciation rendait ainsi la restauration de la solvabilité ardue, alors que la réduction des déficits est déjà complexe en raison de la récession annoncée. Si la liquidité à très court terme était assurée, les hypothèses de couverture du besoin de financement public en 2019 étaient trop ambitieuses (hypothèses de roll-over à 100% des dettes amorties en 2019 et de nouvelles émissions). À SBA inchangé (alors que le marché semblait déjà parier sur une augmentation de l'enveloppe d'aide), sans stabilisation rapide des taux et du change, la solvabilité souveraine n'était pas garantie en 2019.

Les autorités argentines se sont de nouveau tournées fin septembre vers le FMI. Le plan a été assez fraîchement accueilli par les marchés. Il substitue un objectif monétaire intermédiaire à un objectif final de ciblage de l'inflation, ce qui ne fournit pas d'ancrage nominal même indicatif, et ne va pas aider la formation des anticipations. Il donne un intervalle de fluctuations tolérées du change, en imposant à la BCRA de limiter ses interventions : la première tentation pour les marchés peut être de tester la bande et la résilience de la BCRA. Il reconnaît que l'usage des taux d'intérêt en tant qu'outil de pilotage du change et de l'inflation est inutile et les soumet au respect de la stabilité de l'agrégat monétaire. En les « endogénéisant », le plan peut les rendre encore plus volatils, voire élevés. Parti de 40% début août pour atteindre 60% fin août puis 65% fin septembre, le taux Leliq a ainsi atteint 71,3% immédiatement après la mise en œuvre de la nouvelle politique de contrôle quantitatif. Si l'arsenal de stabilisation déployé reste assez peu convaincant, le nouveau SBA restaure la solvabilité du souverain en 2019 (cf. tableau de financement). Au-delà de 2019, la solvabilité du souverain reste à risques.

Afrique du Nord, Moyen-Orient

Bahreïn : aide financière massive de 10 Mds USD par les pays du CCG

Bien que non confirmée officiellement par les pays du CCG (mais pas démentie non plus), trois pays du golfe Persique (Arabie saoudite, Émirats Arabes Unis et Koweït) vont, comme annoncé en juin dernier, apporter une aide financière massive de 10 Mds USD au royaume de Bahreïn, en proie à de grandes difficultés financières depuis de nombreuses années. Cette aide s'étalera sur cinq ans (un peu plus longtemps qu'un plan FMI qui se déroule généralement sur trois années) et se décomposera en prêts, dépôts et dons, sans que la répartition en soit connue à ce stade. Cette nouvelle a été perçue très positivement par les marchés et le prix de la prime de risque (CDS) s'est

contractée à 290 pdb après cette annonce. Le montant de l'aide représente le ratio très élevé de 27% du PIB du pays et presque l'équivalent du fonds souverain dont la capitalisation serait de 11 Mds USD. Une aide toutefois un peu inférieure au déficit budgétaire cumulé des trois dernières années (2018 inclus). Les conditions de cette aide sont encore inconnues, mais des exigences en termes de réduction des dépenses publiques et d'augmentation des recettes hors pétrole (et notamment l'introduction d'une TVA en 2019) seront très certainement exigées par les bailleurs de fonds.

✓ Notre opinion – L'aide promise va donner une bouffée d'oxygène salubre à Bahreïn en termes de liquidité, à l'instar de ce qu'aurait été un plan FMI. Le montant annoncé nous semble effectivement un niveau suffisamment important pour rassurer les marchés financiers. L'aide sécurise le régime de change fixe du dinar bahreïni au dollar et devrait libérer certains accès aux marchés financiers, une fois connues ses modalités. Autre avantage, elle devrait assurer une meilleure attractivité du pays pour les investisseurs étrangers.

En revanche, on ignore encore l'impact de cette aide sur la solvabilité du souverain et les niveaux de dette publique (environ 90% du PIB) et externe qui sont déjà à des niveaux très élevés. À ce stade, il est donc très peu probable que les agences de rating revoient leur notation à la hausse à court terme. Les réformes structurelles qui seront engagées par le pays seront primordiales pour évaluer la soutenabilité de ce plan de soutien, alors que le seuil d'équilibre du budget s'établirait toujours à plus de 100 USD le baril, un montant toujours éloigné du prix du marché, malgré sa hausse récente à plus de 80 USD.

Jordanie : une aide financière de 2,5 Mds USD par les pays du CCG

Les pays du CCG viennent d'annoncer officiellement une aide financière de 2,5 Mds USD dont 1 Md de dépôt à la Banque centrale du royaume, 0,6 en garanties et 150 M USD de dons en soutien budgétaire pendant cinq ans. Depuis 2011, les dons envers la Jordanie sont récurrents, compte tenu de l'impact de la

guerre en Syrie, du coût des réfugiés et, plus marginalement de l'embargo contre le Qatar qui a pénalisé les exportations. Sous plan FMI, les aides avaient toutefois été remplacées en 2017 par des émissions souveraines. Le montant représente 6,6% du PIB.

Irak – Nouveaux président et Premier ministre : vers une forme de stabilité politique ?

Après cinq mois de délai, depuis les élections législatives de mai 2018 qui s'étaient déroulées sans incident majeur et après un recomptage des voix cet été dans certaines régions, le parlement irakien vient de nommer, comme le veut la constitution, un Kurde au poste (honorifique) de président de la République. Barham Saleh est un Kurde modéré issu des rangs de l'UPK, le parti d'opposition plus conciliant que le PDK

de M. Barzani. Un candidat de consensus (Adel Abdelmahdi, économiste et ex-ministre du Pétrole) a été désigné Premier ministre pour former un gouvernement de coalition qui permette un partage de pouvoir entre les divers partis et tendances, notamment celui de l'ayatollah chiite Al Sadr, vainqueur des dernières élections.

✓ Notre opinion – Bien que les élections aient renforcé le poids des partis chiites au détriment des partis multiconfessionnels, l'élection par le Parlement de deux candidats de consensus est sans doute un signe que l'Irak souhaite se donner les moyens de plus de stabilité politique, après les longues années de guerre civile. À fin 2018, les espoirs d'une forme de stabilisation politique de nature à apaiser les tensions internes existent donc, malgré le retour des sanctions américaines envers l'Iran. La stabilité de cette future coalition n'est toutefois pas assurée sur le long terme. Effectivement, en 2018, le pouvoir à Bagdad, malgré un affichage multi-confessionnel, conserve un caractère plutôt sectaire et assez fortement chiite. Il est donc nécessaire de créer rapidement un gouvernement de coalition stable, ainsi que de désarmer les diverses milices, pour parvenir à cet apaisement des tensions. Une amélioration de la gouvernance étatique et de la qualité des services publics est également indispensable pour éviter de nouveaux mouvements sociaux violents, comme ceux observés récemment dans le sud (Bassorah) sur fond de revendications et de lutte contre la corruption.

Afrique sub-saharienne

Éthiopie : une hausse de la croissance du PIB jusqu'à 8,5% en 2018-2019, selon le FMI

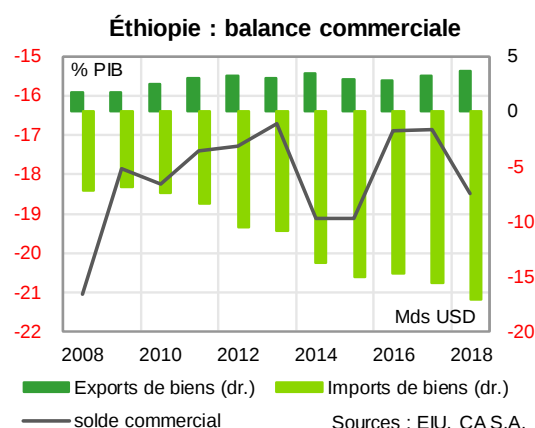
Le FMI a dévoilé les résultats de l'évaluation de l'économie éthiopienne et a annoncé que la croissance du PIB devrait s'accélérer jusqu'à 8,5% entre juillet 2018 et juin 2019, contre 7,5% lors de l'exercice précédent. Ces prévisions sont motivées par un plus haut niveau de confiance des investisseurs envers l'économie du pays, alors que les incertitudes liées à la stabilité économique et politique s'estompent peu à peu. Ceci a entraîné une augmentation des investissements directs nationaux et étrangers, favorables à la croissance.

L'investissement privé, encore limité dans une économie largement contrôlée par l'État, devrait bénéficier des nouvelles mesures mises en place par le nouveau Premier ministre, M. Abiy Ahmed. En mai 2018, ce dernier a annoncé l'ouverture au secteur privé du capital des plus grandes entreprises publiques. Parmi les entreprises concernées se trouvent la compagnie d'électricité, celle de télécommunications, Ethio Telecom, ainsi que le transporteur aérien Ethiopian Airlines. Par ailleurs, l'accord de paix signé entre l'Éthiopie et l'Érythrée est un moteur supplémentaire à la croissance du pays.

Le FMI soutient le programme ambitieux de réformes du gouvernement et signale dans le même temps que les mesures visant à réduire les emprunts

du secteur public et à ramener l'inflation à la cible (3%) doivent être intensifiées, car les déséquilibres extérieurs et l'endettement restent une source de risque macro-économique.

En effet, en 2017 le niveau très élevé du déficit commercial éthiopien s'est élevé à 12,4 Mds USD soit 17% du PIB, avec seulement 3,2 Mds USD d'exportations pour 15,6 Mds USD d'importations. Alors que les exportations ont été plutôt stables, les importations ont régulièrement progressé et reflètent la dépendance forte de l'économie pour les biens d'équipement.



Notre opinion – Au cours de la dernière décennie, l'Éthiopie a maintenu une croissance économique élevée (la meilleure des pays africains) et réalisé des progrès louables pour réduire la pauvreté et améliorer les conditions de vie. Le gouvernement entend, au travers de ses ambitieux plans quinquennaux de « croissance et de transformation », développer l'industrie du pays pour en faire un exportateur de rang mondial. Grâce à une croissance constamment élevée, une maîtrise de l'inflation et d'importants investissements publics, l'Éthiopie semble avoir un potentiel correspondant à ses ambitions. Son économie reste toutefois, pour le moment, fortement dépendante des importations étrangères et soumise aux aléas climatiques et politiques.

Côte d'Ivoire : des dépenses budgétaires en hausse de 8,6% pour 2019

Le gouvernement ivoirien a adopté un projet de budget pour 2019, les dépenses sont estimées à 13 Mds USD, soit une hausse de 8,6% par rapport à celles de l'année 2018, qui s'établissaient à 11,9 Mds USD. Cette progression serait en phase avec les ambitions du gouvernement concernant le programme national de développement 2016-2020. Le gouvernement souhaite poursuivre l'industrialisation du pays et la construction de plusieurs infrastructures de base (écoles, hôpitaux), développer

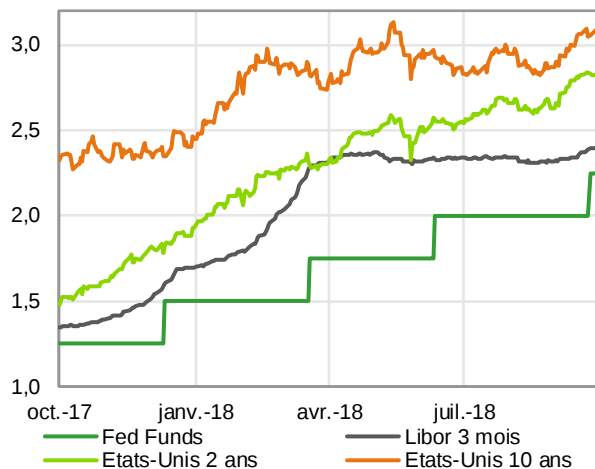
l'accès à l'eau potable et à l'électricité, ainsi que renforcer des actions d'assainissement, de sécurité en vue d'améliorer les conditions de vie des populations. Le gouvernement chiffre les recettes fiscales à 6,6 Mds USD et prévoit aussi de mobiliser 2,3 Mds USD sur les marchés de capitaux, sans préciser s'il aura recours en 2019 à un Euro-bond comme en 2018. Le pays espère également obtenir des appuis budgétaires extérieurs pour clôturer le budget.

Notre opinion – Le projet de budget 2019 semble établi sur des bases trop laxistes et les fortes dépenses publiques en investissement prévues vont creuser le déficit budgétaire (6,3 Mds USD, soit un déficit de 12% du PIB estimé sur ce budget) et risquent donc d'augmenter la dette publique. De plus, l'économie est actuellement touchée par la perte de vitesse de plusieurs filières agricoles comme le cacao, l'hévéa ou la noix de cajou ; ce qui pourrait pénaliser en grande partie le budget de l'État dont il dépend.

Tendances à suivre

Taux d'intérêt en dollar américain

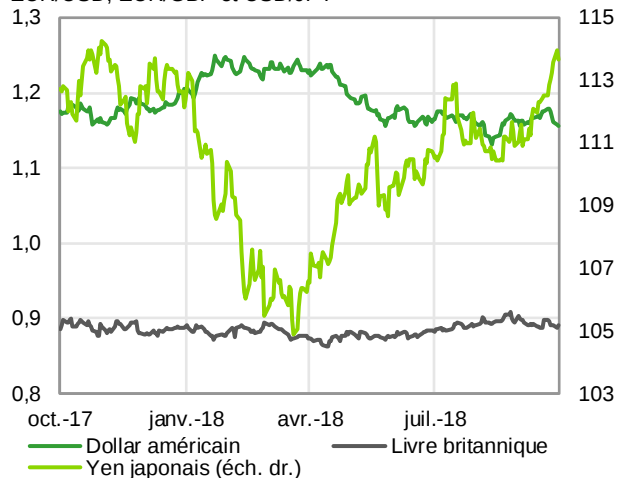
%, interbancaire (Londres) et souverains (Etats-Unis)



Source : Thomson Reuters

Taux de change des principales devises

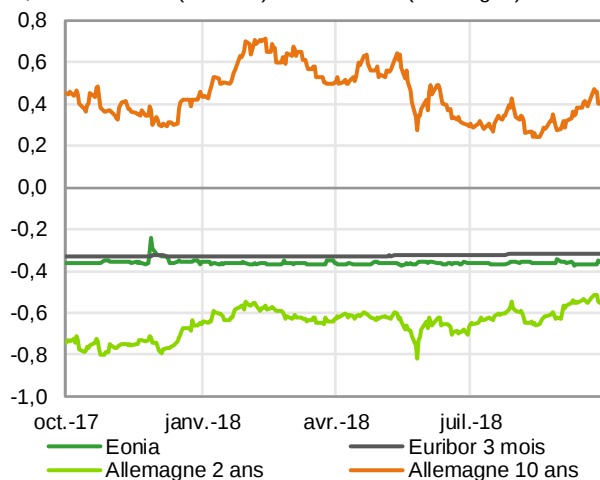
EUR/USD, EUR/GBP et USD/JPY



Source : Thomson Reuters

Taux d'intérêt en euro

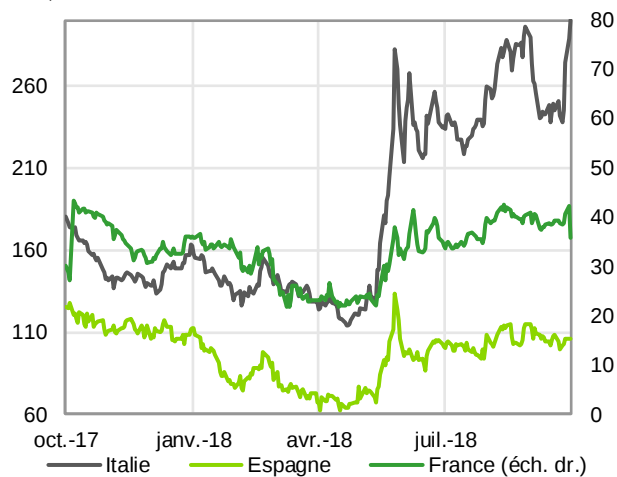
%, interbancaires (Londres) et souverains (Allemagne)



Source : Thomson Reuters

Spreads souverains européens avec le Bund

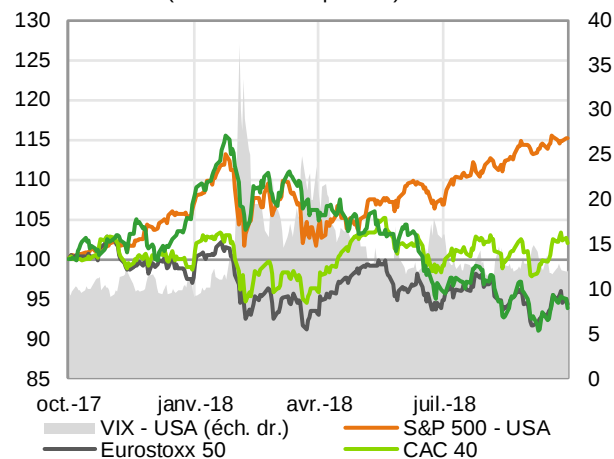
Pdb, dette en EUR à dix ans



Source : Thomson Reuters

Marché actions

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



Source : Thomson Reuters

Cours de l'once d'or

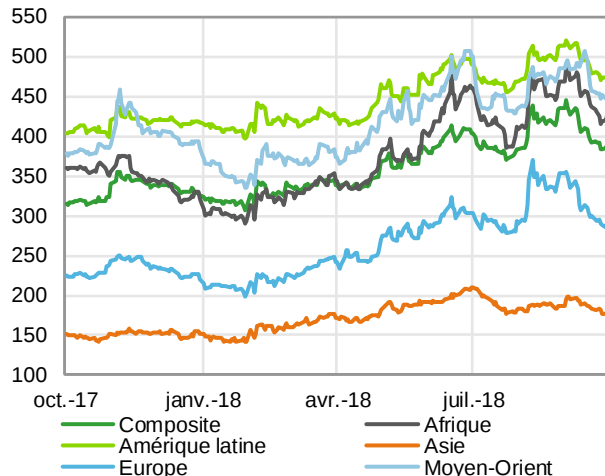
USD/Once troy (Londres)



Source : Thomson Reuters

Spreads souverains émergents avec le T-Bond

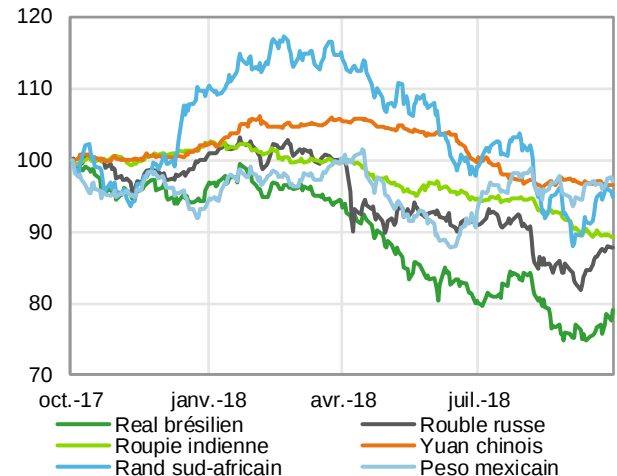
Indices EMBI+ (pdb, dette en USD de plus d'un an)



Source : JP Morgan

Devises émergentes

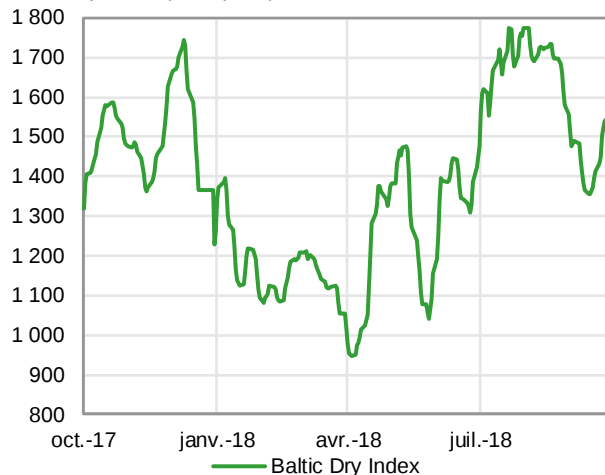
/USD (indice 100 = début de période)



Source : Thomson Reuters

Coût du transport maritime de vrac sec

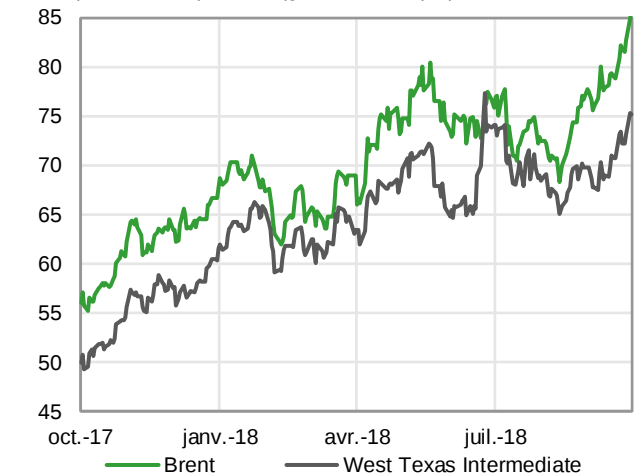
Baltic Dry Index (USD/point)



Source : Baltic Exchange

Cours du baril de pétrole brut en USD

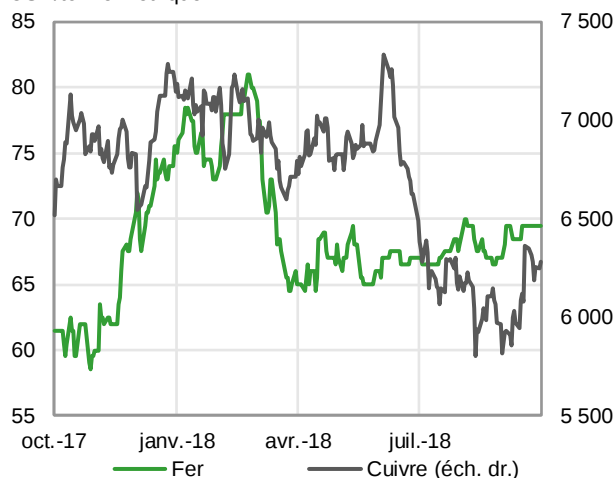
Brent (mer du Nord) et WTI (golfe du Mexique)



Source : Thomson Reuters

Cours des métaux

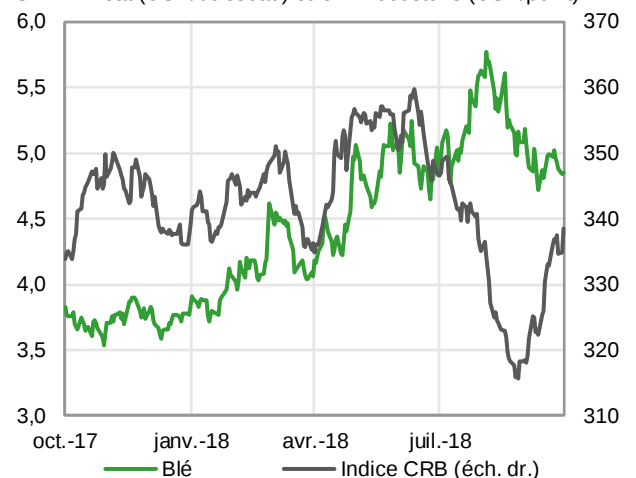
USD/tonne métrique



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
Etats-Unis	2,2	2,8	2,5	2,1	2,5	2,6	-2,3	-2,5	-2,8
Japon	1,7	1,0	1,1	0,5	0,9	1,2	4,0	3,6	3,3
Zone euro	2,5	2,1	1,8	1,5	1,8	1,7	4,0	3,4	3,3
Allemagne	2,5	1,9	1,9	1,7	1,8	1,9	8,0	7,6	7,0
France	2,3	1,6	1,6	1,2	2,2	1,9	-0,6	-1,3	-1,0
Italie	1,6	1,2	1,0	1,3	1,3	1,2	2,8	1,6	1,8
Espagne	3,1	2,7	2,3	2,0	1,8	1,6	1,9	1,8	1,8
Pays-Bas	3,0	2,8	2,3	1,3	1,8	1,8	10,2	9,9	9,9
Belgique	1,7	1,6	1,6	2,2	2,3	2,3	-0,2	-3,5	-0,3
Autres pays développés									
Royaume-Uni	1,7	1,2	1,4	2,7	2,5	2,4	-4,2	-3,6	-3,5
Canada	3,0	2,1	2,1	1,6	2,5	2,2	-2,9	-2,8	-2,5
Australie	2,2	3,0	2,7	1,9	2,0	2,2	-2,5	-2,3	-2,6
Suisse	1,1	2,1	1,7	0,6	0,8	0,8	9,8	10,0	9,8
Suède	2,4	2,6	2,0	1,8	2,1	2,0	3,3	3,1	3,0
Norvège	2,4	2,5	2,5	1,9	2,7	2,2	5,6	5,8	5,5
Asie	6,2	5,9	5,9	2,4	2,5	3,0	1,9	0,6	0,0
Chine	6,8	6,6	6,4	1,6	2,2	2,5	1,3	-0,3	-0,9
Inde	7,1	6,7	7,4	4,5	3,6	5,1	-0,6	-1,9	-3,1
Corée du Sud	3,1	2,9	2,8	1,9	1,6	2,0	5,5	5,5	5,5
Indonésie	5,1	5,1	5,1	3,8	3,4	3,5	-1,5	-2,4	-2,1
Taiwan	2,5	2,0	2,0	0,6	1,2	1,5	13,0	12,0	12,0
Thaïlande	3,9	3,9	3,8	0,7	1,1	0,8	11,0	9,0	7,5
Malaisie	5,9	4,7	4,5	3,9	1,3	1,9	2,9	3,0	2,7
Singapour	3,6	3,0	2,5	0,6	1,0	1,0	19,6	19,3	19,0
Hong Kong	3,8	3,1	2,5	1,5	2,1	2,3	4,3	3,0	3,0
Philippines	6,6	6,3	6,1	2,9	5,2	4,5	-0,8	-1,5	-2,5
Vietnam	6,5	6,4	6,2	3,6	3,8	3,8	0,5	0,5	0,5
Amérique latine	1,6	1,2	1,9	6,3	9,6	7,1	-1,6	-1,6	-1,6
Brésil	1,0	1,2	1,8	2,9	4,1	4,0	-0,5	-1,1	-1,4
Mexique	2,0	2,1	2,1	5,7	4,2	3,5	-1,6	-1,2	-1,4
Argentine	2,9	-2,4	0,2	23,0	48,0	30,0	-4,3	-3,2	-1,9
Colombie	1,6	2,7	3,3	3,3	3,3	3,0	-3,7	-3,1	-2,9
Europe émergente	3,6	2,8	1,4	5,7	6,0	6,6	-0,3	-0,8	-0,5
Russie	1,5	1,8	1,4	4,4	3,2	4,0	2,2	2,0	1,8
Turquie	7,4	3,2	-1,9	11,1	16,2	19,0	-5,6	-7,2	-4,9
Pologne	4,6	4,8	3,5	2,0	1,6	1,5	0,2	-0,7	-0,7
Rép. Tchèque	4,6	3,3	3,1	2,5	2,2	1,9	1,1	0,5	0,5
Roumanie	6,9	4,0	3,5	1,3	4,6	3,0	-3,4	-3,6	-3,9
Hongrie	4,0	3,5	3,0	2,3	2,8	2,6	2,9	2,7	2,5
Ukraine	2,5	3,1	3,1	14,4	11,2	8,4	-3,4	-3,8	-3,7
Afrique, Moyen-Orient	1,6	2,3	1,7	7,6	6,8	7,2	-0,3	2,1	1,9
Arabie Saoudite	-0,9	1,5	2,0	-0,8	3,0	2,0	2,2	7,0	7,0
Emirats Arabes Unis	0,8	2,6	3,1	2,0	3,7	3,0	6,9	9,0	8,0
Afrique du Sud	1,3	1,2	2,2	5,3	4,8	5,3	-2,5	-3,1	-3,0
Egypte	4,2	5,0	5,2	29,5	13,2	12,0	-6,0	-3,3	-2,7
Algérie	1,6	2,5	2,5	6,0	5,0	5,8	-13,0	-8,0	-7,3
Qatar	1,6	2,0	2,2	0,4	0,9	1,8	3,8	8,0	7,0
Koweït	-2,9	3,0	3,0	1,5	0,9	1,5	6,0	10,0	10,0
Maroc	4,2	3,5	3,3	0,8	2,3	2,0	-3,6	-3,8	-3,5
Tunisie	1,9	2,5	2,0	5,3	7,2	5,0	-10,8	-9,8	-10,8
Total	3,6	3,5	3,3	3,0	3,4	3,5			
Pays industrialisés	2,2	2,2	2,0	1,7	2,1	2,1			
Pays émergents	4,6	4,4	4,2	4,0	4,5	4,6			

MAJ le 03/10/2018

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

Consultez nos dernières parutions en accès libre sur Internet :

Date	Titre	Thème
03/10/2018	<u>Monde – Scénario macro-économique 2018-2019 : « Et pourtant, elle tourne ! »</u>	Monde
02/10/2018	<u>France - Travail temporaire : tendances à début octobre 2018</u>	France, Sectoriel
28/09/2018	<u>Monde - L'actualité de la semaine</u>	Monde
26/09/2018	<u>France – Projet de loi de finances pour 2019</u>	France
21/09/2018	<u>Monde - L'actualité de la semaine</u>	Monde
29/08/2018	<u>Royaume-Uni – Brexit : les négociations entrent dans la phase critique</u>	Royaume-Uni, Brexit
09/08/2018	<u>Royaume-Uni – BoE : en route vers un resserrement lent malgré les incertitudes du Brexit</u>	Royaume-Uni, BoE
01/08/2018	<u>Italie - Scénario 2018-2019 : une croissance stabilisée</u>	Italie
31/07/2018	<u>France – Transports routiers de marchandises : tendances à fin juillet 2018</u>	France, Sectoriel
26/07/2018	<u>France – Immobilier résidentiel : évolutions récentes et perspectives 2018-2019</u>	France, immobilier
19/07/2018	<u>Allemagne - Scénario 2018-2019 : perspectives au T2 2018</u>	Allemagne
19/07/2018	<u>France – Scénario 2018-2019</u>	France
13/07/2018	<u>Monde - L'actualité de la semaine</u>	Monde

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, 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 sub-saharienne : Anne-Lise AURICHE

Documentation : Dominique PETIT, Elisabeth SERREAU

Statistiques : Robin MOURIER

Réalisation et Secrétariat de rédaction : Fabienne PESTY

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

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

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

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

Android : application [Études 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.