

Perspectives

Hebdomadaire – N°21/059 – 26 février 2021

MONDE – L'actualité de la semaine

☞ Une « déclaration de confiance »	2
☞ Plan de relance européen : opportunités, contraintes, risques.....	3
☞ France – conjoncture : l'écart sectoriel se creuse, les ménages épargnent.....	5
☞ Allemagne : la croissance du PIB au T4 révisée à la hausse.....	6
☞ Italie : un léger mieux dans le secteur industriel qui risque d'être de courte durée	7
☞ Portugal : la croissance du PIB résiste au T4.....	8
☞ Espagne : baisse historique des ventes du secteur de services en 2020	9
☞ Royaume-Uni : un marché du travail à la merci du soutien du gouvernement	10
☞ Royaume-Uni : une sortie du confinement « étape par étape », espérée d'ici fin juin.....	11
☞ Asean-5 : sorties de crise ?.....	13
☞ Tunisie : une nouvelle baisse de rating justifiée	15
☞ Ukraine : peut mieux faire.....	15
☞ Colombie : conserver l'investissement grade (c'est encore faisable).....	17
☞ Agriculture: la résilience des secteurs agricoles ne permet pas d'éviter l'inflation alimentaire en Afrique sub-saharienne.....	19
☞ Dialogue sur le désarmement nucléaire sur fond de risques de dissémination.....	21

Une « déclaration de confiance »

Une déclaration de confiance dans l'amélioration des perspectives, incarnant des anticipations de croissance plus élevée : c'est ainsi que le président de la Fed a qualifié la hausse des rendements lors de son audition semestrielle devant le Congrès, une hausse confirmée au cours de la semaine écoulée. Durant celle-ci, le taux souverain à dix ans américain (1,51%) a encore grimpé de 19 points de base (pb), portant la hausse depuis le début de l'année à 60 pb. En sympathie, le Bund (-0,26%) a progressé de 9 pb (+31 pb depuis début janvier). Alors que les taux courts interbancaires sont stables et que les taux souverains à deux ans ne frémissent que très légèrement à la hausse, le mouvement de pentification se poursuit tout particulièrement aux États-Unis : l'écart entre les taux à dix et deux ans y atteint désormais 133 pb, soit un creusement de 53 pb depuis le début de l'année ; en Allemagne, la pente dix/deux ans se situe à 40 pb (soit 28 pb de hausse depuis début janvier).

Bien qu'il puisse s'agir d'une « déclaration de confiance » en des perspectives de croissance plus soutenue (et d'accélération de l'inflation), les marchés plus risqués ont cessé de prendre de la hauteur, lestés par un *reflation trade* poussant les taux à la hausse, trop à la hausse. Les marchés actions se sont repliés, les primes de crédit se sont écartées, les marchés émergents (dette et actions) peinent. Mais les marchés obligataires sont demeurés sourds aux rappels à la sagesse (à la réalité) formulés par les banques centrales.

Devant le Congrès (23 février), J. Powell a ainsi insisté sur la situation toujours très dégradée du marché du travail et la faiblesse du taux d'emploi par rapport à son niveau pré-crise. S'il estime que le stimulus budgétaire et la reprise économique sont

susceptibles de se traduire par une inflation temporairement plus élevée, celle-ci n'est pas une menace (désinflation structurelle, sous-emploi élevé, ancrage des anticipations d'inflation). Les objectifs d'emploi et d'inflation sont encore éloignés et la Fed compte maintenir une politique monétaire durablement accommodante. Sa stratégie de ciblage de l'inflation en moyenne devrait l'encourager à ne surtout pas se précipiter : sa patience, en outre héritée de l'expérience de la gestion des crises antérieures, sera le gage de sa crédibilité. Le *reflation trade* peut encore avoir quelques beaux mois devant lui (soutien budgétaire massif, accélération temporaire de l'inflation au deuxième trimestre, vigilance et « bienveillance » de la Fed). Mais les craintes d'inflation semblent surestimées et les anticipations de resserrement monétaire prématurées. Les marchés anticipent désormais une première hausse de taux de la Fed au début de 2023 : notre scénario privilégie une première action plus tardive (pas de remontée de taux de la Fed avant la fin de 2023 et plus probablement en 2024).

La faiblesse des arguments justifiant un *reflation trade* en zone euro n'a pas empêché les taux souverains de se tendre : des tensions qui ont incité la BCE (Christine Lagarde, Isabel Schnabel, Philip Lane) à communiquer (avec un piètre succès) et à préciser clairement que les rendements obligataires étaient au centre de ses préoccupations. À court terme, la BCE peut intensifier sa communication ou, plus sûrement, user de la flexibilité offerte par le PEPP pour intensifier ses achats de titres. On devrait être fixé tant sur ses inquiétudes quant au durcissement des conditions de financement que sur l'adaptation éventuelle de sa stratégie lors de sa réunion du 11 mars.

Editorial

Plan de relance européen : opportunités, contraintes, risques

Avec le vote du Parlement européen en poche, le plan de relance *Next Generation EU* (NGEU) affronte la phase de ratification des gouvernements nationaux, sans craintes, avant que soient envisagées les premières émissions communes de titres pour financer le plan. Entretemps, les États se mobilisent pour fournir, en avril, la version définitive des Plans nationaux de relance et les inscrire dans leur programmation budgétaire pluriannuelle.

Ce processus se déroule dans une phase de « récupération » du consensus en faveur du projet européen et des institutions communautaires, récupération qui n'est toutefois ni acquise ni structurelle. Sa durabilité dépendra du résultat du NGEU, qui s'annonce être un véritable carrefour pour la destinée de l'Union. Le NGEU n'est en effet pas seulement un levier pour permettre la reprise *post-Covid*, mais aussi un instrument pour diffuser le succès des économies plus dynamiques à celles plus en retard, un levier de développement inclusif visant la réduction de la polarisation économique accentuée avec la crise de 2008-2011 et que la crise actuelle risque d'attiser davantage avec le risque d'alimenter de nouvelles tensions entre les États.

Le niveau « élevé » de la réponse apportée par les États réunis au sein du Conseil autour d'une relance commune est aussi une riposte stratégique pour réactiver et optimiser le moteur interne de l'UE, pour piloter une remise à niveau technologique du continent autour d'un projet capable de mettre en cohérence croissance, soutenabilité, mobilité sociale et consensus démocratique. C'est la possibilité d'enfin concrétiser la promesse du traité de Lisbonne de transformer l'Union dans l'économie de la connaissance la plus dynamique au monde. C'est aussi l'abandon de stratégies court-termistes cantonnées à limiter les risques nationaux sans exploiter les potentialités communes. C'est enfin une prise de conscience de la nécessaire maturation de l'expérience européenne dans un scénario global en profonde transformation.

Le NGEU, s'il est correctement utilisé, pourra constituer un jalon fondamental de la construction européenne, mais la responsabilité des États est plus que jamais sollicitée afin de transformer cette première initiative commune en succès, une initiative susceptible d'être l'étape préliminaire d'une capacité budgétaire européenne permanente.

Opportunités

Pour les États, le NGEU est l'opportunité d'utiliser des ressources très conséquentes pour renforcer structurellement les systèmes économiques et les placer sur des trajectoires de croissance potentielle plus soutenues. L'objectif du plan est d'augmenter la

soutenabilité financière des dépenses engagées en les transformant en potentiel de croissance.

Les États sont tenus d'opérer dans le cadre des priorités identifiées par la Commission européenne, notamment l'innovation digitale, la transition écologique et la cohésion sociale, pour activer et réaliser un processus de convergence européenne. Ce processus se fonde sur un binôme investissement-réformes, afin de libérer les économies des contraintes structurelles en s'appropriant une lecture partagée des ajustements à mettre en œuvre. L'objectif de ces priorités est aussi celui de produire des interdépendances et des synergies entre pays, voire de créer des véritables initiatives supranationales capables de générer des externalités positives pour les États impliqués et pour l'UE dans son ensemble.

Ces initiatives pourraient répondre à la demande du Parlement européen de créer une plus ample marge de dépenses pour des biens publics européens. Cette marge a en effet été réduite dans le NGEU, mais aussi dans le Cadre financier pluriannuel (CFP 2021-2027), lors du vote de juillet par le Conseil.

Ces initiatives pourraient aussi donner lieu à des formes de coopération supranationale irréversibles, capables d'accélérer la coordination budgétaire dans le cadre du Semestre européen et même de la dépasser pour constituer le squelette d'une politique budgétaire commune financée par une dette commune.

Contraintes

Les contraintes strictes imposées par la Commission et le Conseil à la dépense des fonds du NGEU doivent s'interpréter favorablement, puisqu'elles visent à garantir une cohérence d'ensemble des stratégies nationales et une plus grande efficacité dans la fourniture de biens publics européens. Il s'agit, en effet, de s'assurer que les schémas économiques dessinés soient aptes à incorporer les changements structurels en cours dans l'Union. Il aurait été même souhaitable que les États se soient davantage concertés dans l'établissement des plans nationaux.

Le binôme investissement-réformes devrait forger les plans nationaux de relance dans une sorte de matrice. D'un côté, on croise les réponses nationales aux recommandations spécifiques adressées par la Commission et le Conseil aux pays dans le cadre de la procédure sur les déséquilibres macro-économiques afin de libérer les économies des contraintes structurelles. De l'autre côté, on doit combiner les sept priorités politiques définies par

l'Union à l'horizon 2027. La contrainte d'un seuil minimum de ressources allouées à l'innovation digitale (20%) et à la transition écologique (37%) permet le respect des priorités. Pour éviter tout saupoudrage, la Commission suggère d'identifier un nombre limité de grands projets caractérisés par une interaction vertueuse entre réformes, investissement public et incitation à l'investissement privé.

Les délais des projets et de la réalisation des programmes sont strictement contrôlés. Si les États peuvent recevoir un préfinancement de 13% lors de l'approbation du plan de relance national, des étapes intermédiaires d'évaluation sur la base de résultats qualitatifs et d'objectifs quantitatifs déterminent l'octroi des tranches successives d'aide (pour un total de deux par an).

Risques

Les États portent la responsabilité de construire une gouvernance capable simultanément de définir et réaliser les projets individuels selon les délais, les modalités et les coûts prévus et de permettre un monitoring conjoint national et européen. En dépit de la capillarité nécessaire au suivi et à la mise en

œuvre des projets, la gouvernance se doit d'être politique et de garder un rôle décisionnaire et exécutoire tout en permettant un échange constant avec la régie du NGEU au sein de la Commission européenne (présidente, trois vice-présidents et commissaire à l'Économie).

Cet organe politique doit, non seulement, mobiliser d'importantes ressources organisationnelles, institutionnelles et financières, mais aussi impliquer les énergies du secteur privé, des territoires et des corps intermédiaires. Elle doit donc assurer une mobilisation du système-pays dans un engagement responsable commun autour de l'objectif stratégique de transformation de l'économie.

Il s'agit d'une responsabilité collective énorme pouvant conditionner le potentiel de développement du pays. Toutes les forces impliquées joueront donc un rôle fondamental dans le succès ou la faillite du programme européen. Il s'agit de saisir une opportunité et de remporter un défi unique : opportunité et défi qui obligent à une véritable innovation en termes de gouvernance.

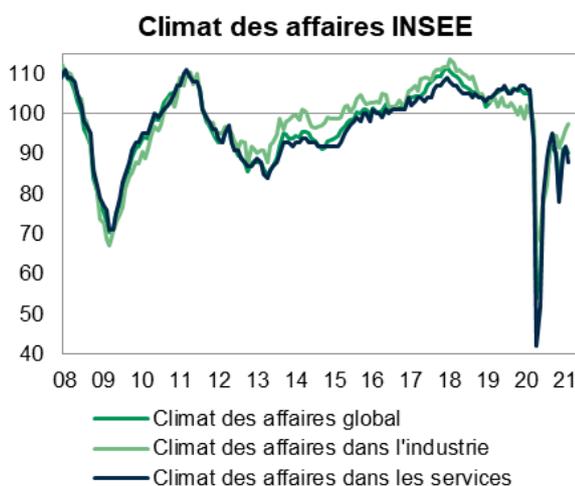
Zone euro

France – conjoncture : l'écart sectoriel se creuse, les ménages épargnent

Les mesures visant à limiter la propagation de l'épidémie de Covid-19, comme le couvre-feu et les fermetures administratives dans certains secteurs, continuent à impacter l'activité dans les services, tandis que l'industrie poursuit son redressement en février. Dans l'industrie, le climat des affaires Insee progresse légèrement. À 97, l'indice gagne un point par rapport à son niveau du mois de janvier et se rapproche de sa moyenne historique (100). Il atteint ainsi son plus haut niveau depuis mars dernier, au début du premier confinement. En détail, les perspectives d'activité semblent s'améliorer et les carnets de commandes se garnissent, même si le solde d'opinion sur les carnets de commandes reste inférieur à sa moyenne historique. Les perspectives d'évolution des effectifs sont cependant en légère baisse.

Le climat des affaires décline en revanche dans les services, où l'indice perd 4 points à 88. Face à l'absence d'indication sur l'éventuelle levée des fermetures et du couvre-feu et avec le retour des craintes d'un troisième confinement, les perspectives d'activité sont en nette baisse, la baisse du climat des affaires est d'ailleurs particulièrement marquée dans les secteurs les plus touchés comme l'hôtellerie-restauration.

Au total, l'indicateur synthétique du climat des affaires Insee cède un point à 90, tandis que l'indicateur du climat de l'emploi se dégrade plus fortement encore à 85, contre 88 en janvier. Ainsi, comme nous le mentionnions la semaine dernière¹, l'apparente baisse du taux de chômage semble être un trompe l'œil devant la dégradation du marché du travail.

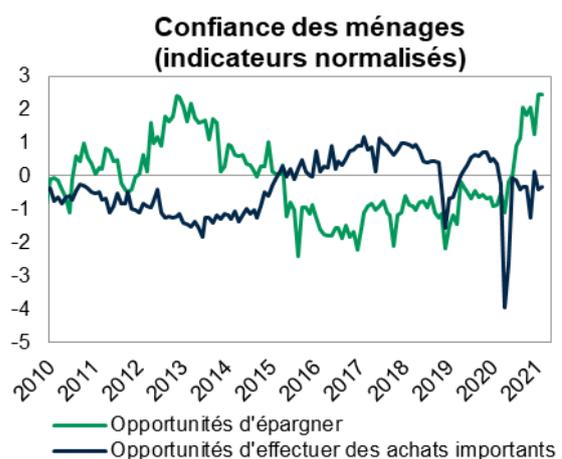


Sources : Insee, Crédit Agricole SA ECO

Les craintes qui apparaissent dans les enquêtes de climat des affaires se retrouvent d'ailleurs largement

dans les enquêtes sur la confiance des ménages. En février, la confiance des consommateurs recule d'un point à 91, et reste inférieure à sa moyenne historique (100). Les soldes d'opinion sur la situation financière personnelle dans les mois à venir et sur l'évolution du niveau de vie en France restent bien inférieurs à leurs moyennes historiques. Malgré la réouverture des commerces au mois de décembre et un redémarrage rapide de la consommation de biens, les consommateurs restent prudents. Le solde d'opinion sur les opportunités d'effectuer des achats importants est stable à un niveau inférieur à sa moyenne de long terme.

La possible dégradation du marché de l'emploi que nous mentionnions dans les enquêtes sur le climat des affaires est également visible dans la confiance des ménages. Le solde d'opinion sur l'évolution du chômage est bien supérieur à sa moyenne historique, il gagne 3 points en février pour atteindre son plus haut niveau depuis le début de la crise et s'établit désormais à un niveau comparable à son plus haut historique, au cœur de la crise financière de 2009. Ainsi, la conjonction de restrictions sur la consommation et de craintes sur l'évolution de leur situation financière pousse les ménages à épargner toujours davantage. Le solde d'opinion sur les opportunités d'épargner atteint un point haut historique et la publication des comptes d'agents ce vendredi nous indique une forte remontée du taux d'épargne au quatrième trimestre 2020 à 22,2%, en lien avec le deuxième confinement.



Sources : Insee, Crédit Agricole SA ECO

En moyenne, sur l'année 2020, le taux d'épargne atteint 20,3%, contre 14,9% en 2019. Cela s'explique par l'importante contraction de la consommation des ménages (-7% en 2020), tandis que les revenus ont été largement préservés. En effet, si la masse salariale diminue avec le recours au chômage partiel et certaines destructions d'emplois sur l'année, la

¹ Cf. Monde – L'actualité de la semaine du [19 février 2021](#)

baisse conjointe des cotisations sociales, de l'impôt sur le revenu et la montée en charge des aides permet d'éviter une contraction du pouvoir d'achat

des ménages qui progresse de 0,6% en 2020 (après +2,1% en 2019), malgré la baisse de 8,2% du PIB.

☑ Notre opinion – La différence de dynamique sectorielle entre, d'un côté, une industrie qui poursuit lentement son rétablissement et, de l'autre, des services toujours très affectés par les mesures prises pour juguler la propagation de l'épidémie justifie le meilleur ciblage des mesures de soutien entrepris lors de la mise en place du deuxième confinement en novembre, puis en décembre avec un renforcement du fonds de solidarité notamment et des conditions de remboursement du chômage partiel différenciées entre secteur.

Pour les consommateurs comme pour les entreprises, l'absence de visibilité sur la résolution de la crise sanitaire et la lenteur de la campagne de vaccination (en France, mais plus largement en Europe) empêchent l'amélioration des perspectives d'activité et brouillent la confiance des ménages en leur situation financière future. Les agents perçoivent ainsi une dégradation de la situation sur le marché de l'emploi, malgré la baisse du taux de chômage au quatrième trimestre, rassurante en apparence.

La première conséquence est une accumulation toujours plus massive d'épargne par les ménages. Il semble désormais certain que ce surplus d'épargne accumulé depuis plus d'un an ne pourra pas être entièrement consommé une fois la situation sanitaire maîtrisée. Ainsi, si une partie de cette épargne participait à la reprise de la consommation, en particulier dans les secteurs les plus touchés, les ménages devraient maintenir une importante épargne. Une partie de cette épargne sera conservée par précaution sur les livrets d'épargne les plus liquides, notamment car les craintes du chômage sont au plus haut. L'orientation d'une partie de ce surplus pourrait cependant également soutenir l'investissement productif lors du redémarrage plus complet de l'activité. Le gouvernement cherchera notamment à orienter entre 15 et 20 milliards d'euros vers le dispositif de prêts participatifs présenté dans le cadre du plan de relance et ayant pour objectif de renforcer les fonds propres des entreprises a priori viables avant la crise, mais dont la situation financière se serait fortement dégradée.

👉 Allemagne : la croissance du PIB au T4 révisée à la hausse

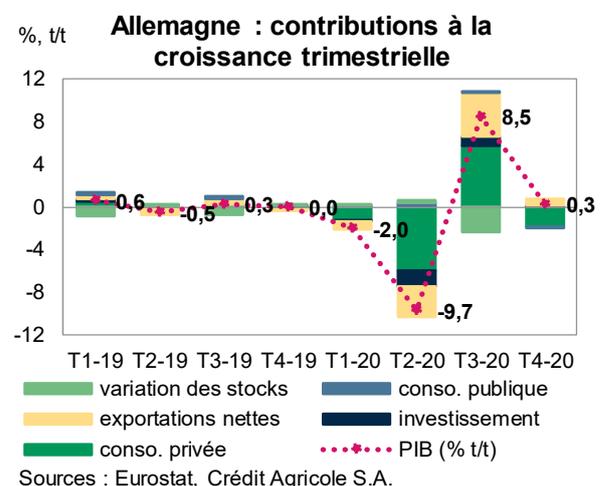
La croissance du PIB allemand au quatrième trimestre 2020 (+0,3% sur le trimestre) a été révisée à la hausse par rapport à la première estimation (+0,1%). Après le fort rebond du T3 (+8,5%), la croissance s'est affaiblie sous l'effet des restrictions à la mobilité, devenues de plus en plus contraignantes en décembre. Le repli sur l'année 2020 s'établit à 5,3%, et le PIB est encore inférieur de 3,6% à son niveau d'avant crise.

La contribution de la demande intérieure a été fortement négative (-1,7%), presque compensée par une contribution positive de 1,4 point des variations de stocks. Les exportations nettes ont aussi soutenu la croissance du PIB à hauteur de 0,6 point.

C'est le net repli de la consommation des ménages (-3,3%) qui explique le recul de la demande intérieure et ce malgré l'effet positif de la baisse de la TVA. En dépit d'une progression faible mais positive du revenu disponible brut des ménages (+0,3% sur un an en valeur), le recul des dépenses de consommation a provoqué une remontée du taux d'épargne à 15,7% (après 13,2% au T3). La consommation publique est aussi en repli (-0,5%). L'investissement a progressé de 1%, tiré principalement par la construction (+1,8%), tandis que l'accumulation en machines et équipements est en léger recul (-0,1%). Si l'investissement a bien récupéré et n'est inférieur que de 2,7% à son niveau d'avant-crise, le repli des dépenses des ménages en fin d'année place la

consommation privée à 6,9% en dessous de ce niveau.

Les échanges extérieurs ont été dynamiques avec une croissance de 4,5% pour les exportations et de 3,7% pour les importations. Le secteur exportateur est porté par le dynamisme du cycle manufacturier mondial. L'activité manufacturière a progressé de 6,7% au T4 2020. L'activité dans la construction a aussi crû à un rythme soutenu (+5,2% sur le trimestre), tandis que la valeur ajoutée produite par les services est encore en baisse, notamment dans les activités de commerce, restauration, transport et hôtellerie (-4,4%).



Notre opinion – Le deuxième confinement, renforcé à la mi-décembre a pesé sur l'activité de fin d'année, sauvée par la puissance du cycle manufacturier mondial. Alors que la chancelière et les Länder doivent se retrouver le 3 mars pour décider de la stratégie de déconfinement, la progression des cas de contagion laisse craindre une troisième vague et un nouveau confinement.

Dans tous les cas la croissance du premier trimestre sera encore caractérisée par une faiblesse de la consommation des ménages, accentuée par la fin de la baisse temporaire de la TVA. La contribution exceptionnelle à la croissance du PIB au T4 2020 de la reconstitution des stocks ne sera pas reproductible. Les enquêtes signalent aussi un ralentissement de l'activité dans la construction qui a fortement soutenu l'investissement en fin d'année. En revanche, les indices Ifo et PMI ont atteint des nouveaux pics dans le secteur manufacturier en février et permettent d'anticiper le maintien d'une dynamique soutenue des échanges extérieurs.

Italie : un léger mieux dans le secteur industriel qui risque d'être de courte durée

Après avoir clôturé l'année 2020 sur un léger recul (-0,2%), la production industrielle devrait augmenter légèrement en janvier, selon l'enquête de *Confindustria*. La fédération des industriels estime, en effet, la hausse de la production dans le secteur à 1% en ce début d'année. Une tendance corroborée par les différentes données disponibles qui continuent de témoigner de la résilience du secteur, en dépit de l'environnement conjoncturel fortement dégradé.

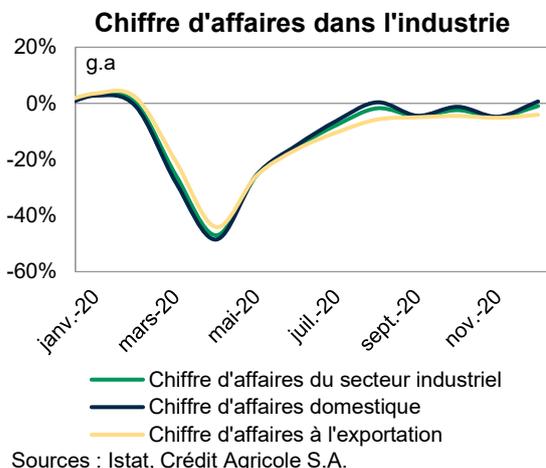
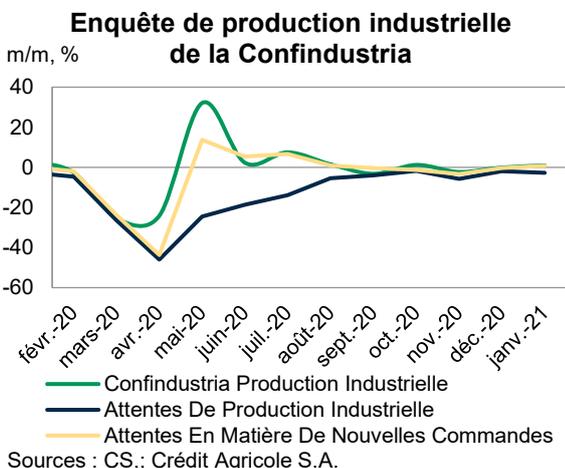
L'indice PMI manufacturier, d'une part, est passé de 52,0 en décembre à 54,4 janvier. L'indice des nouvelles commandes de l'Istat s'est également redressé en décembre, enregistrant une hausse cyclique de 1,7% porté par la composante domestique (+6,5%). Selon l'enquête de *Confindustria*, les commandes devraient continuer de progresser en janvier (+0,7% par rapport à décembre). L'enquête Istat sur la confiance des entreprises manufacturières témoigne également d'une amélioration de la perception des entreprises du secteur qui observent une amélioration des nouvelles commandes domestiques et étrangères et de la production en janvier et février.

Les anticipations restent néanmoins teintées d'appréhension sur l'évolution future de la situation,

avec de fortes inquiétudes quant aux perspectives pour les mois à venir, aussi bien en ce qui concerne la demande que la conjoncture économique dans son ensemble.

D'autant que malgré la reprise du deuxième semestre, le tissu industriel sort fragilisé de l'année 2020. En 2020, le chiffre d'affaires dans l'industrie a baissé de 11,5% par rapport à 2019, soit sa plus forte contraction depuis 2009. Les baisses enregistrées sur le marché intérieur (-11,5 %) et marché extérieur (-11,8 %) sont comparables, mais le marché domestique a connu une reprise plus rapide au second semestre (+19,4%, contre +12,6% à l'étranger).

L'ensemble des catégories de biens accuse une baisse des ventes, mais celle-ci reste plus prononcée pour les biens d'équipement et les biens intermédiaires (-11% et -10%). Le secteur des moyens de transport continue d'afficher les meilleures performances avec +38,9% en glissement annuel en décembre, suivi par l'industrie métallurgique (+7,1%), tandis que le secteur du textile et de l'habillement continue encore d'enregistrer le plus fort recul (-19,4 %).



✓ Notre opinion – La stabilisation de la courbe épidémique a permis un léger répit avec le passage de presque la totalité du territoire en jaune en janvier. Elle succède à des fêtes de fin d'année marquées par des mesures de confinement strictes. Les enquêtes de l'Istat ont montré que malgré les décrets de limitation de l'activité de novembre pour contre la deuxième vague, le tissu industriel a pu poursuivre son activité, car moins touché par les fermetures administratives.

Il en demeure pas moins que la deuxième vague a amputé une partie de la demande, comme en témoigne la contraction du PIB au T4. La fin du premier trimestre pourrait connaître un sort similaire. Les autorités italiennes, comme partout en Europe, s'inquiètent de la recrudescence du variant anglais qui pourrait de nouveau entraîner une hausse des contaminations.

La ligne choisie par le nouveau gouvernement Draghi ne devrait pas différer de la politique sanitaire de son prédécesseur. Le nouveau décret, le premier signé par le Premier ministre Draghi, qui devrait prendre effet le 6 mars pour une durée d'un mois, conserve le régime de confinement différencié. L'interdiction de déplacement entre les régions est également maintenue, mais quelques concessions pourraient être faites dans les régions jaunes avec l'ouverture des musées le week-end, par exemple. Des mesures qui sont parfois renforcées par les gouverneurs de régions. Pour le moment, aucune région n'est en zone rouge, mais la carte de l'Italie pourrait changer. La Lombardie, le Piémont et les Marches pourrait passer en zone orange, tandis que la Basilicate pourrait entrer en zone rouge. Des craintes qui rappellent à juste titre les appréhensions quant à la situation que l'on retrouve dans les enquêtes de confiance.

Portugal : la croissance du PIB résiste au T4

Par rapport au trimestre précédent, le PIB a augmenté de 0,2%, après la forte hausse enregistrée au troisième trimestre (+13,3%), qui faisait suite à la contraction sans précédent de l'activité économique au T2 (-13,9%), due aux effets de la pandémie Covid-19.

En 2020, le PIB portugais a affiché un recul de -7,6%, après une augmentation de 2,5% en 2019. La contraction a été la plus importante depuis l'après-guerre et reflète le profond impact de la pandémie Covid-19 sur l'activité économique. La contribution de la demande domestique a été particulièrement affectée, passant de +2,8 points de PIB en 2019 à -4,6 points en 2020. La consommation privée a reculé de -5,9%, affaiblie principalement par la forte baisse des dépenses en biens non durables et services (-5,9%), tandis que la consommation de biens durables s'est contractée de 7,6%, les acquisitions de véhicules automobiles enregistrant une réduction significative, tandis que

les dépenses en autres biens durables ralentissaient. L'investissement a diminué de -4,9%, en 2020 (après +5,4% en 2019), impacté fortement par la baisse des dépenses en biens de transport (-27,2%). La construction s'est démarquée, étant la seule composante qui a augmenté en 2020 (+4,8%), en ralentissement par rapport à 2019 (7,2%).

La demande extérieure a contribué négativement à la croissance à hauteur de 3 points de PIB, les exportations de biens et services diminuant (-18,6%, dont -34% pour les services et -11,4% pour les biens) plus fortement que les importations (-12,0%).

Les activités de vente au détail et réparation de véhicules et de l'hôtellerie et la restauration ont souffert de la plus forte baisse de la valeur ajoutée (-12,7%), tandis que le repli dans l'agriculture et l'industrie a été moins sévère (-9% et -7,7% respectivement).

✓ Notre opinion – Au quatrième trimestre, la croissance du PIB en glissement trimestriel résultait de la contribution positive de la demande domestique, la contribution de la demande extérieure nette étant nulle (les exportations ont augmenté de 6,2% et les importations de 6%). La consommation privée s'est contractée de 0,5% (dont -4,7% pour les dépenses en biens durables, tandis que les dépenses en biens non durables et services sont restés inchangés) et l'investissement de -0,2%. La reprise économique a ralenti au T4 après le fort rebond mécanique du T3, mais l'activité a montré une certaine résistance. La production industrielle a augmenté de 1,8% et les ventes au détail n'ont diminué que de 0,4% en décembre par rapport à novembre. Pourtant, le tourisme a affiché des chiffres tragiques en 2020, avec des touristes dans les établissements d'hébergement en baisse de 60,9% sur l'année. Les indicateurs de confiance de janvier et février se sont dégradés dans la plupart des composantes.

Les prévisions de croissance du gouvernement s'affichent actuellement à 5,4% en 2021, mais le ministère des Finances a déjà averti que le couvre-feu national actuel aurait un impact négatif au cours des premiers mois de 2021. Le Portugal a imposé un couvre-feu nocturne et un confinement partiel le week-end début novembre, durcis à la mi-janvier à mesure que la pandémie s'aggravait, et prolongés hier jusqu'à au moins la mi-mars.

Espagne : baisse historique des ventes du secteur de services en 2020

Les ventes du secteur des services en Espagne ont chuté de 15,6% en 2020 par rapport à 2019, soit la plus forte baisse de la série historique disponible depuis 2000 de l'Institut national des statistiques espagnol. Les mesures de restriction de l'activité liées à la contention de la pandémie ont particulièrement érodé les ventes de services hôteliers, qui ont plongé de 50,1% en 2020.

Les secteurs qui ont affiché les plus fortes baisses des ventes en 2020 sont les agences de voyage (75%), les services d'hébergement (68%), le transport aérien (60,1%), le transport par taxi (53,6%) et les services de restauration (43,6%). En effet, les seuls services qui ont augmenté leur chiffre d'affaires en 2020 sont les fournisseurs d'équipements pour les technologies de l'information et de la communication (4,7%) et les activités de

sécurité (0,2%). Les communautés autonomes qui ont perdu le plus de chiffre d'affaires dans les services sont les plus touristiques : les îles Baléares (37,8%) et les îles Canaries (29,9%), bien que Madrid et la Catalogne aient également connu des revers majeurs (-18,3% et -15,6%, respectivement).

En rythme mensuel, le chiffre d'affaires des services en décembre 2020 a enchaîné son dixième mois consécutif de baisse, avec un repli en glissement annuel de 8,7%, loin de celui de 41,5% enregistré en avril, en plein confinement.

Quant à l'emploi dans le secteur, il a chuté de 4,3% en 2020, avec un impact particulier sur le secteur de l'hôtellerie (-13,3%), en particulier dans les services d'hébergement, qui ont réduit leur main-d'œuvre de 19,8%.

✓ Notre opinion – *Si le secteur industriel n'a pas été aussi affecté par les restrictions pour contenir la pandémie, les mois de confinement et la baisse de la demande ont néanmoins réduit son chiffre d'affaires de 11,7% en 2020, soit la plus forte baisse en onze ans, selon les données publiées par l'INE. L'industrie rompt ainsi avec six années de croissance annuelle consécutives. Le recul du chiffre d'affaires a concerné tous les compartiments de l'activité industrielle : l'énergie (-42%), les biens d'équipement (-11%), les biens intermédiaires (-10%), les biens de consommation durables (-10%) et les biens de consommation non durables (-5%). Par branche, les usines de cokéfaction et de pétrole raffiné (-42%), la vente de bijouterie et d'instruments de musique (-31%), ainsi que l'industrie du cuir et de la chaussure (-27%) ont enregistré les plus mauvaises performances. La seule branche qui a augmenté son chiffre d'affaires (+4%) a été la fabrication de produits pharmaceutiques.*

Royaume-Uni

Royaume-Uni : un marché du travail à la merci du soutien du gouvernement

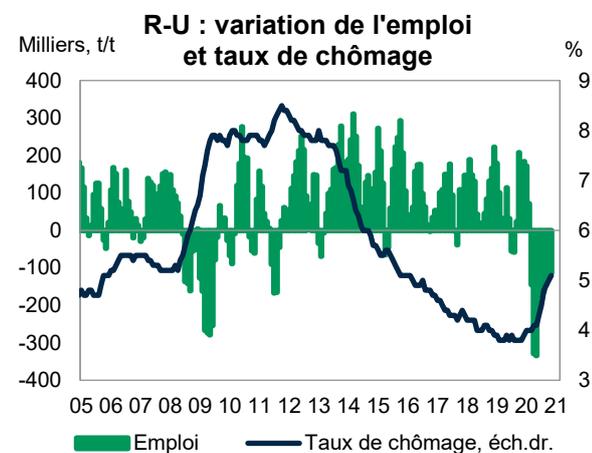
Le ralentissement de la croissance, sur fond de détérioration de la crise sanitaire et de resserrement des mesures de distanciation sociale à travers le pays, a conduit à une nouvelle baisse de l'emploi au quatrième trimestre (-114 000, après -164 000 au troisième trimestre). Avec un taux d'inactivité stable sur le trimestre, le taux de chômage a progressé à 5,1%, soit une hausse de 0,4 point de pourcentage (pp) par rapport au troisième trimestre et de 1,3 pp sur un an.

Si les heures travaillées enregistrent une nouvelle hausse sur le trimestre (5,8%), leur progression a ralenti par rapport au troisième trimestre (9,9%) et s'est même interrompue en décembre. Les entreprises ont également diminué leur activité d'embauche : les postes à pourvoir n'ont progressé que de 64 000 sur les trois derniers mois à fin janvier, contre 156 000 en octobre, pour se situer 26% sous leur niveau d'avant la pandémie. Le nombre de personnes temporairement sans travail a rebondi en novembre et décembre, reflétant un recours plus important au chômage partiel.

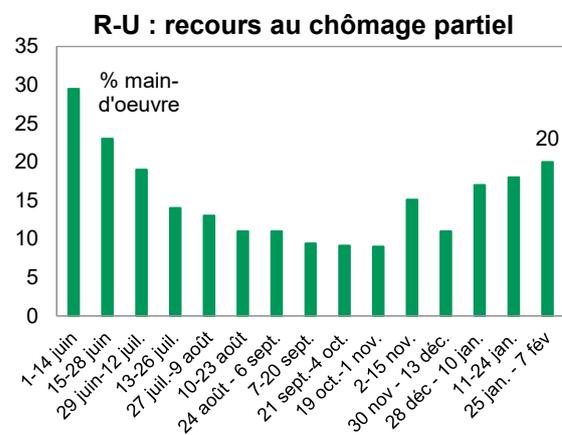
En parallèle, on observe des signes d'amélioration récente dans les données en temps réel de l'administration fiscale et douanière (*HM Revenue and Customs*) du marché du travail. Elles font état d'un

rebond du nombre de salariés en janvier (+0,3% selon l'estimation provisoire), pour le deuxième mois consécutif (avec un total de 156 000 sur les deux derniers mois). Ces données utilisent l'information sur la retenue à la source « *pay as you earn* » couvrant l'ensemble de la population des employés et non pas un échantillon de celle-ci comme dans l'enquête LFS, ce qui devrait représenter une image plus précise des conditions actuelles sur le marché du travail. Selon ces données, un total de 726 000 personnes a perdu leur emploi salarié depuis février 2020 (contre 680 000 dans l'enquête LFS). Plus de la moitié de ces pertes d'emplois (425 000) concernent les dix-huit/vingt-cinq ans.

Par ailleurs, la croissance de la rémunération a continué de s'accélérer. Elle atteint 4,7% au quatrième trimestre (4,1% hors bonus), depuis un plus bas à -1,3% au deuxième trimestre (-0,1% hors bonus). Cette forte progression s'expliquerait principalement par des effets liés aux changements de la composition des emplois. Toutefois, l'ONS estime que la croissance des salaires ajustée de ces effets se situerait à environ 3% en décembre, contre 2% en novembre.



Sources : ONS, Crédit Agricole S.A.



Sources : ONS - Faster indicators, Crédit Agricole S.A.

✓ Notre opinion – Les hésitations du gouvernement dans sa politique de chômage partiel dans un contexte de seconde vague de la pandémie ont sans doute contribué à la hausse du taux de chômage au quatrième trimestre. Le dispositif de chômage partiel Job Retention Scheme (JRS) devait initialement expirer fin octobre. Le gouvernement a maintenu cette date jusqu'au bout pour décider, la veille de son expiration, d'une extension d'un mois. Courant décembre, une nouvelle extension a été annoncée, cette fois-ci jusqu'à fin avril, ce qui a permis de stabiliser les licenciements. Selon le FT, le Chancelier de l'Échiquier, Rishi Sunak, s'apprête à annoncer un nouveau prolongement du dispositif de chômage partiel jusqu'au mois de juin, lors du budget du 3 mars prochain, ce qui devrait continuer de limiter la hausse du taux de chômage sur la première moitié de 2021.

Pour le moment nous avons peu de données officielles de l'impact du confinement national en cours sur le marché du travail, mais des indicateurs avancés suggèrent qu'il est bien moins important que lors du premier confinement au printemps 2020. L'étude récente de Resolution Foundation « [Long Covid in the labour market](#) » basée sur des enquêtes propres de l'institution montre que l'effet principal du confinement actuel serait une hausse du recours au chômage partiel, tandis que l'emploi et le chômage se seraient stabilisés. Passées de 4 millions en décembre à 4,5 millions en janvier, les inscriptions au chômage partiel sont toutefois bien inférieures aux niveaux atteints lors du premier confinement (9 millions de personnes).

L'accélération de la croissance des salaires s'est poursuivie en décembre en dépit des niveaux plus élevés de capacités inutilisées. Ce développement est d'autant plus curieux qu'il concerne tous les secteurs du privé, aussi bien le secteur de la finance (croissance des salaires à 5,4%) que le secteur de la grande distribution, des hôtels et de la restauration (3,7%) et est donc difficilement explicable par les seuls effets de composition de l'emploi notés par l'ONS. Comme nous l'avons mentionné dans les publications précédentes, une baisse de l'emploi de travailleurs non-britanniques pourrait être en partie responsable de l'émergence de pressions salariales, en particulier si les données des flux migratoires confirment un exode de ressortissants européens.

Royaume-Uni : une sortie du confinement « étape par étape », espérée d'ici fin juin

Le Premier ministre Boris Johnson a annoncé, lundi 22 janvier, un [plan](#) « prudent » de sortie du confinement (en vigueur depuis le 4 janvier), qu'il espère constituer « un aller simple vers la liberté ». L'objectif est la levée complète des restrictions et le retour à une vie normale d'ici le 21 juin au plus tôt. Le plan comporte quatre étapes d'une durée d'au moins cinq semaines chacune. Le calendrier est hypothétique, le rythme de levée des restrictions dépendra avant tout de l'évolution des données épidémiologiques, de l'efficacité des vaccins et de l'émergence éventuelle de nouveaux variants. Il s'agit donc d'un calendrier dans le meilleur des cas. Cet déconfinement graduel sera accompagné par une extension du soutien budgétaire à l'occasion du budget le 3 mars prochain, afin d'aider les entreprises et les ménages à traverser cette étape que le Premier ministre espère être la dernière de la pandémie.

Voici les changements notables que le gouvernement entend opérer dans chaque étape :

✓ Etape 1 :

- **8 mars : ouverture des écoles et des collèges** ; deux personnes de ménages différents peuvent se rencontrer en plein air (sport, loisirs).
- **29 mars** : assouplissement supplémentaire des règles de rassemblement en plein air (pour permettre des fêtes de Pâques notamment) en groupe d'au maximum 6 personnes ou de 2 ménages ; ouverture des facilités de sport à l'extérieur (cours de tennis, piscines, etc.) ; les rencontres à l'intérieur des maisons restent interdites.

✓ Etape 2 : 12 avril au plus tôt

- **Ouverture de tous les magasins ; ouverture des commerces non-essentiels** (coiffeurs, librairies, musées, etc.) ; ouverture des salles de sport et piscines couvertes (sous réserve des règles de distanciation physique) ; ouverture de la majorité des activités à

l'extérieur, y compris **la restauration à l'air libre** ; ouverture des hôtels ; les rencontres à l'extérieur restent toutefois limitées à 6 personnes ou 2 ménages comme dans l'étape 1 ; voyages à l'étranger à des fins non-essentielles toujours interdits.

✓ Etape 3 : 17 mai au plus tôt

- Nombre maximum pour les rencontres à l'extérieur augmenté à 30 personnes ; règle de 6 personnes ou 2 ménages pour l'intérieur ; ouverture des stades (sous contraintes sur la capacité d'accueil) ; ouverture de la **restauration à l'intérieur** ; possibilité de **vacances à l'international**.

✓ Etape 4 : 21 Juin au plus tôt

- B. Johnson espère pouvoir lever toute limite à la vie sociale et ouvrir le reste de l'économie (dont les clubs de nuit et les événements à large audience).

En outre, quatre thèmes-clés vont faire l'objet de revue dans les prochaines semaines :

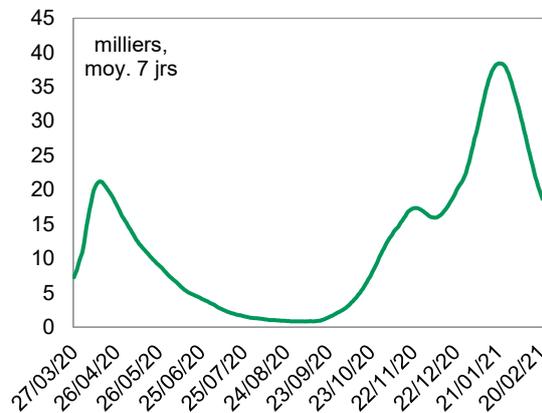
- 1 - Sur l'utilité d'un éventuel certificat Covid
- 2 - Sur l'ouverture des événements à large audience (festivals de musique, matchs de sports, grands mariages, etc.)
- 3 - Sur un système de reprise des voyages et du tourisme à l'international, pas avant le 17 mai prochain (en coopération avec les partenaires internationaux et avec l'industrie)
- 4 - Sur la levée des règles de distanciation sociale (la règle d'un mètre, le port du masque).

La situation sanitaire s'est améliorée depuis la mise en place du confinement national en Angleterre début janvier, mais les statistiques des nouveaux cas Covid, des décès et du nombre de patients malades de la Covid à l'hôpital restent élevés. L'annonce d'un plan d'assouplissement des restrictions sociales a donc été rendue possible grâce aux

avancées réalisées dans la campagne de vaccination. En date du 22 février, 17,9 millions de personnes ont reçu au moins une dose de vaccin (27% de la population du pays) et plus de 640 000 personnes ont reçu une seconde dose, ce qui place le Royaume-Uni en deuxième position au monde, après Israël, en termes de proportion de la

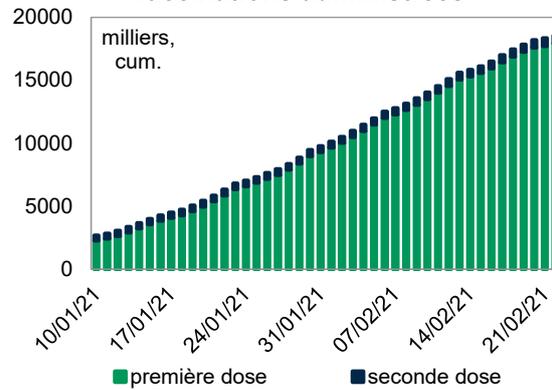
population ayant reçu au moins une dose de vaccin. Comme annoncé précédemment, l'objectif du gouvernement britannique est d'administrer une première dose de vaccin à l'ensemble des personnes âgées d'au moins cinquante ans d'ici le 15 avril et une seconde dose d'ici mi-juillet.

R-U : patients Covid à l'hôpital



Sources : gov.uk, Crédit Agricole S.A.

R-U : nombre cumulé de vaccinations administrées



Sources : gov.uk, Crédit Agricole S.A.

☑ Notre opinion – *L'assouplissement du confinement permettra un rebond de l'activité au deuxième trimestre, après la contraction anticipée au premier trimestre. Toutefois, ce rebond devrait être partiel car beaucoup d'activités, notamment les commerces non-essentiels, n'ouvriront que le 17 mai au plus tôt. La croissance devrait se renforcer au cours de la seconde moitié de l'année avec la levée supplémentaire des restrictions, mais plusieurs facteurs vont continuer de la brider : une croissance externe faible due aux retards de vaccination dans les autres pays et un tourisme et des déplacements à l'étranger toujours contraints. À court terme, les comportements de prudence dans les secteurs à contact physique élevé devraient persister tant que les incertitudes liées à la pandémie (apparition de variants, efficacité des vaccins) ne sont pas levées. Ces incertitudes risquent de faire ralentir la sortie de crise par rapport au plan de Boris Johnson qui, de fait, constitue le meilleur des scénarios possibles et impliquant donc une probabilité importante de déception.*

Au cours de la seconde moitié de l'année, l'ampleur du rebond de l'activité va dépendre crucialement du degré avec lequel les ménages ayant accumulé de l'épargne pendant la crise décident de dépenser cette épargne. À court terme, cela pourrait engendrer une consommation plus forte que prévu. Mais elle pourrait aussi décevoir, si les ménages décident d'accorder une plus grande partie de cette épargne à l'investissement immobilier, plutôt qu'aux dépenses de consommation. La hausse de l'épargne est surtout le fait des ménages plus âgés à haut revenu qui ont une épargne initiale déjà élevée. Leur propension à dépenser est plus faible que les ménages à faibles revenus. Or, ces derniers pourraient continuer à contraindre leurs dépenses en vue d'épargner, surtout si le taux de chômage est prévu de rester élevé.

Pays émergents

Asie

Asean-5 : sorties de crise ?

En 2009, **les pays de l'Asean-5** (Indonésie, Malaisie, Philippines, Singapour et Thaïlande) avaient connu **une rupture de croissance très modérée** dans leur trajectoire de développement. En 2020, le choc sur ces économies a été d'une **ampleur beaucoup plus forte** et de nature à ralentir le processus de convergence qui avait accéléré ces vingt dernières années.

Les pays ne sont cependant pas tous égaux face à la crise et certains en porteront plus longtemps les stigmates. Et si tous ont vraisemblablement connu **leur point bas au deuxième trimestre 2020**, le reste de l'année a été marqué par une certaine hétérogénéité dans leur trajectoire de reprise.

Un facteur conjoncturel mais clé : la gestion de la crise sanitaire

Dès janvier 2020, les pays de l'Asean ont été parmi les premiers à détecter des cas importés, en raison de leur proximité géographique et commerciale avec la Chine. **Leurs stratégies de lutte contre la pandémie ont toutefois été très différentes.**

La Thaïlande fait partie des économies ayant appliqué une stratégie dite « **Zéro Covid** » qui a consisté en la prise de mesures strictes très rapides (notamment la fermeture des frontières, puis la quarantaine obligatoire pour les éventuels visiteurs) suivies par une grande capacité à « tester, tracer, isoler » les nouveaux cas. Résultat, le pays compte moins de 100 morts en treize mois.

À l'opposé du spectre, **la Malaisie et les Philippines** ont plutôt adopté pour une stratégie dite de « **stop and go** » : confinement initial très strict, suivi par une levée des mesures progressive, mais une incapacité à contrôler l'apparition des nouveaux cas. La Malaisie s'est ainsi vu contrainte de réimposer un confinement en janvier, qui doit durer au moins jusqu'à début mars. Et si les Philippines commencent à voir leur courbe de cas se stabiliser, cela aura été fait au prix de deux confinements parmi les plus stricts du monde. Après avoir été saluée pour sa gestion exemplaire des premiers mois, Singapour a également dû se résoudre à confiner sa population en avril. Si la situation sanitaire semble sous contrôle depuis septembre, les frontières restent fermées à la plupart des visiteurs étrangers.

Au milieu, **l'Indonésie** qui a fait le choix de ne jamais confiner totalement sa population, sans pour autant avoir les moyens d'une politique de dépistage à grande échelle. Le nombre de cas et de morts par habitant y est ainsi sensiblement plus élevé qu'en Thaïlande, mais l'économie moins touchée.

La prochaine étape pour ces cinq pays est **d'accélérer la campagne de vaccination**. Là encore, **de fortes disparités existent** entre Singapour, qui a sécurisé suffisamment de doses pour sa population et débuté sa campagne début décembre, avec des vaccins Moderna et Pfizer, et l'Indonésie qui compte sur le dispositif Covax pour lui fournir des doses.

Un facteur structurel aggravant : la tertiarisation de l'économie

Si la sévérité des confinements et des mesures de distanciation sociale prises pour endiguer l'épidémie expliquent la chute d'activité du deuxième trimestre, **des facteurs plus structurels** en déterminent le rebond et surtout la normalisation totale.

Aussi **la Thaïlande**, où la vie a repris de manière presque normale, est-elle **fortement pénalisée par sa dépendance au secteur touristique**, qui représente 20% du PIB (sans compter la part informelle) et demeure complètement à l'arrêt. Contrairement aux autres économies de la zone, la consommation privée, après avoir reculé au deuxième trimestre 2020, a ainsi apporté une contribution légèrement positive à la croissance du quatrième trimestre (0,5 point de PIB), tandis que l'apport des exportations nettes de biens et de services reste largement négatif (-11 points de PIB).

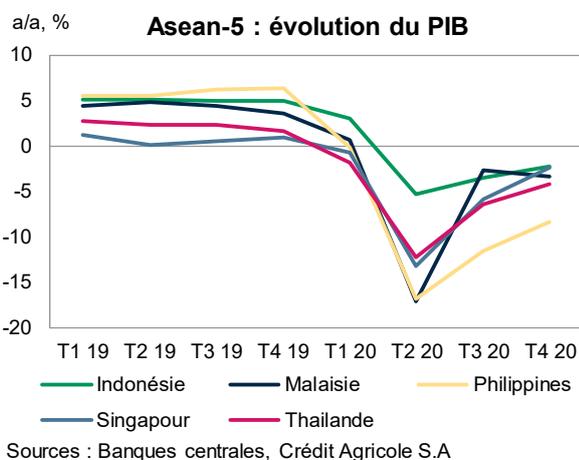
La Malaisie, deuxième pays des cinq le plus dépendant au tourisme (9% du PIB), a cependant connu une trajectoire de reprise très rapide, interrompue par une reprise épidémique à partir du quatrième trimestre. Ce redémarrage en V s'explique **par un alignement de facteurs favorables** : un plan de relance massif du gouvernement dirigé vers le soutien de la consommation, dont la contribution à la croissance reste négative mais est passée de -11 points de PIB au deuxième trimestre à -2 points au quatrième trimestre, une remontée des prix du pétrole, dont le pays est exportateur net, ce qui lui a permis à la fois de stabiliser ses échanges extérieurs mais aussi de renflouer les caisses de l'État (les recettes liées au secteur pétrolier représentant 20% des recettes totales). Sous réserve d'un contrôle rapide de la courbe de contaminations, qui a décéléralé ces dernières semaines, la Malaisie est bien partie pour bénéficier d'une croissance soutenue en 2021, qui devrait lui permettre de retrouver son niveau de PIB pré-crise début 2022.

Comme la Malaisie, **Singapour** a connu une trajectoire de reprise dynamique, portée par le commerce extérieur. **L'État-cité est une plaque logistique incontournable** dans la région, notamment à travers son port, et présente des niveaux de compte

courant stratosphériques, à peine entamés par le contexte actuel (autour de 16,5% du PIB en 2020). Si l'on ajoute à cela un plan de relance d'une ampleur inédite afin de soutenir la consommation et les secteurs les plus touchés, ainsi qu'une spécialisation dans le secteur de la pharmacie, les perspectives de croissance de Singapour sont plutôt positives, même si le territoire ne devrait pas totalement se remettre avant la réouverture totale des frontières.

L'Indonésie, présente un profil intéressant : moins impacté en début d'année 2020, le pays connaît cependant une trajectoire de croissance presque en L, qui incarne cette idée de normalisation très progressive, et montre que l'économie ne pourra pas retrouver son niveau de croissance initial tant que les derniers blocages sur la consommation notamment ne seront pas levés. Le risque pour ce pays n'est donc pas une véritable rupture de croissance, mais plutôt une trajectoire de reprise molle, empêchant notamment l'économie d'intégrer comme il le faut les nouveaux entrants sur le marché du travail (un enjeu de taille dans ce pays qui n'a pas encore achevé sa transition démographique) et donc réduisant durablement la croissance potentielle.

Les inquiétudes les plus fortes sont concentrées sur **les Philippines** qui cumulent une chute d'activité très forte liées aux mesures sanitaires, dépendance au tourisme (8% du PIB) et au secteur des services (60% du PIB), plus affecté par la crise que l'industrie. Outre la consommation privée, qui peine à se redresser (contribution de -11 points de PIB au T2 et toujours de -5 points au T4), **c'est le niveau de l'investissement qui inquiète**. Le FMI anticipe d'ailleurs une chute très sévère, puisque ce dernier devrait passer de 26% du PIB en 2019 à moins de 20% en 2020 et connaître une reprise extrêmement graduelle (à peine 22% prévus en 2022), signe d'un affaiblissement certain de la croissance potentielle du pays.



Un filet de sécurité : le niveau de richesse par habitant

On a longtemps cherché un moyen de trier les économies pour essayer de les classer en fonction

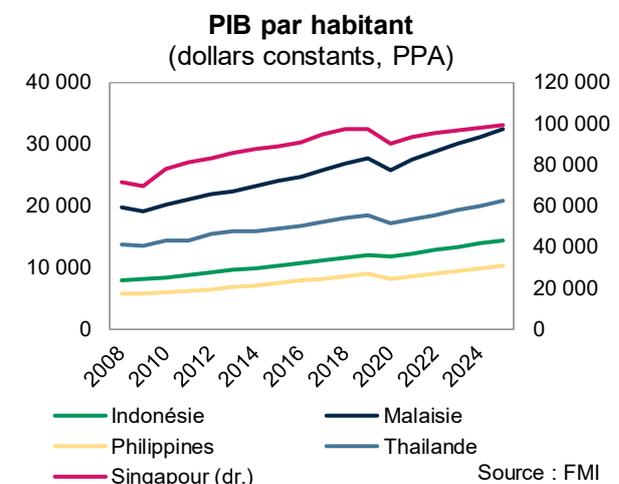
de leur résistance à la crise. L'ampleur du choc sanitaire et les mesures prises pour l'endiguer, le degré de dépendance aux services nécessitant une présence physique (tourisme, hôtellerie, restauration) ont bien sûr déterminé le niveau de point bas atteint lors du deuxième trimestre 2020, et donc les efforts nécessaires pour retrouver le niveau de croissance pré-crise.

Mais avec maintenant presque un an de recul, force est de constater que c'est bien – à de rares exceptions – **le niveau initial de richesse** qui est le principal juge de paix dans cette crise.

Ce dernier détermine en effet en grande partie l'état du système de santé, le niveau de consommation et d'épargne des habitants (même si de réelles différences de comportement d'épargne existent entre zones géographiques), mais surtout **les marges de manœuvre de l'État**.

« On ne prête qu'aux riches, et on a bien raison car les autres remboursent difficilement » disait Tristan Bernard, c'est peut-être encore plus vrai dans le monde d'aujourd'hui, puisque les pays développés, déjà sensiblement plus endettés en moyenne que les émergents, vont ressortir de la crise avec des finances publiques encore plus dégradées. Et que le niveau initial de déficit et de dette est loin d'être le premier facteur explicatif de l'ampleur des plans de relance nationaux.

Les pays émergents pâtissent en réalité **de la faiblesse de leur assiette fiscale**, déterminée donc en grande partie par le niveau de richesse de la population... Impossible aux Philippines ou à l'Indonésie de mettre en place des dispositifs de chômage partiel, nécessaires au soutien de la consommation privée. Et contrairement à la France, pays très touristique mais développé, le fait de maintenir sa population captive ne permet pas de compenser, même en partie, le manque à gagner lié au tourisme en Thaïlande, alors que c'est déjà plus le cas à Singapour ou en Malaisie.



S'il existe presque autant de sorties de crise que de pays, l'exemple de l'Asean-5, qui rassemble des **économies aux caractéristiques assez similaires**

(économies ouvertes, aux niveaux de croissance plutôt élevé avant la crise), **mais aux niveaux de développement très hétérogènes**, montre que cette crise vient fragiliser avant tout les économies les moins solides, dans lesquelles le risque de voir une partie de la population rebasculer dans la

pauvreté est réel. À moyen terme, **ces économies asiatiques restent bien sûr un réservoir de croissance** et bénéficient d'avantages comparatifs certains (flexibilité, populations jeunes). Mais cette fois-ci et contrairement à 2009, le retour à la normale s'annonce bien plus long.

Moyen-Orient et Afrique du Nord

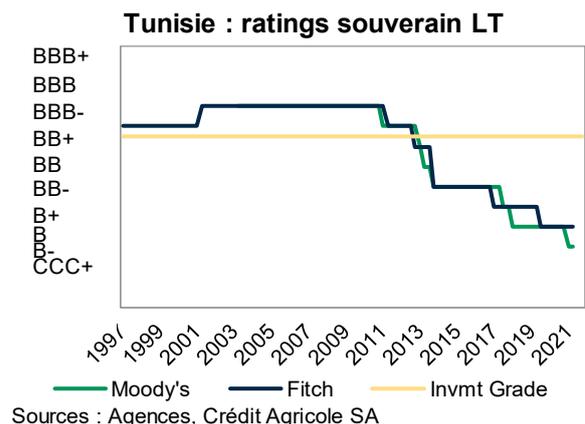
Tunisie : une nouvelle baisse de rating justifiée

L'agence de rating Moody's vient de baisser de B2 à B3 le rating de la Tunisie en maintenant, comme auparavant, la perspective négative sur ce niveau de notation. Cela suggère que, si la situation ne s'améliore pas, le rating pourrait tomber dans les catégories CCC, des niveaux très faibles et qui s'apparentent aux antichambres des défauts souverains. Le niveau de B3 est déjà le 16^e cran sur une échelle de 24, une position très basse qui identifie les emprunteurs de mauvaise qualité et sous surveillance accrue. Elle marque aussi les pays avec un endettement à son maximum et un risque de liquidité marquée, mais sans incident de paiement à ce stade.

L'agence met en cause les « contraintes sociales qui détériorent la gouvernance et réduisent la possibilité pour l'État de mettre en place les réformes nécessaires de nature à stabiliser, voire réduire son endettement ». L'agence Fitch reste un cran au-dessus à B (l'équivalent de B2), mais la probabilité est forte qu'elle adopte une décision similaire dans les prochains trimestres tant les dérives macro-économiques du pays sont préoccupantes.

Effectivement, les dérives économiques sont de plus en plus menaçantes pour la solvabilité des acteurs et la pandémie de coronavirus a amplifié une crise préexistante. En 2020, la récession va dépasser 8% du PIB et les déficits jumeaux sont élevés. La chute de l'épargne domestique a maintenu le déficit

courant à environ 7% du PIB, la moyenne depuis 2010 ce qui devrait propulser la dette externe à plus de 2,7 fois les exportations. Le déficit budgétaire, de son côté, devrait atteindre 13% du PIB en 2020 et 8% en 2021, entraînant la dette publique à sans doute 91% du PIB fin 2021. Le change reste fragile ce qui nourrit l'inflation importée. Les banques publiques sont en difficulté et l'État manque de ressources pour soutenir ses entreprises publiques comme Tunisair. Les réserves en devises sont fortement soutenues par les multilatéraux et les aides bilatérales. Fin 2020, 41% des réserves en devises sont issues du FMI.



 **Notre opinion** – La jeune démocratie tunisienne, au système politique éclaté, inachevé et de plus en plus antagoniste, donne des signes de blocage quasi-total qui empêchent toute réforme structurelle. Les tensions politiques s'exacerbent. La réforme principale et la plus urgente est celle de la fonction publique, largement hypertrophiée, mais les gouvernements successifs semblent y renoncer pour des raisons sociales (le chômage est à son plus haut à 16,3% à fin septembre 2020) et politiques.

Europe centrale et orientale, Asie centrale

Ukraine : peut mieux faire...

Le Fonds Monétaire International vient de terminer une mission à distance en Ukraine en vue d'un déblocage de 700 millions de dollars. Cette enveloppe représente la deuxième tranche d'un programme de prêts accordés sous conditions de 5 milliards de dollars sur dix-huit mois signé en juin 2020. Depuis,

une première enveloppe de 2,1 milliards de dollars a été déblocquée au moment de la signature.

En revanche, les revues de novembre 2020, ainsi que celle de janvier-février 2021 ont conduit le FMI à ne pas donner de suite favorable au déblocage des tranches restantes. En 2021, le gouvernement

ukrainien devrait recevoir trois tranches de 700 millions de dollars chacune, si les conditions exigées par le FMI étaient mises en œuvre, or c'est précisément ce qui complique la situation.

La présence du FMI en Ukraine est relativement longue et les exigences historiques du Fonds portent sur deux grands volets : les réformes du système judiciaire et la lutte contre la corruption, d'une part, et la libéralisation du marché avec une sortie progressive du système centralisé et des subventions, d'autre part. Sur ces deux chantiers il y a toujours beaucoup à faire, mais les progrès du gouvernement sont lents et insuffisants. Pourtant les anciennes enveloppes avaient été débloquées dans ce même cadre institutionnel du pays, mais certains événements ont fortement marqué le second semestre.

Tout d'abord, il faut rappeler que la tranche débloquée en juin dernier était fortement liée à l'urgence sanitaire. Ensuite, la démission de l'ancien gouverneur de la Banque centrale l'été dernier en raison de nombreuses pressions politiques a glacé le climat de confiance du FMI, ainsi que d'autres investisseurs étrangers sur les perspectives d'indépendance de cette institution qui jusque-là était reconnue comme fiable et indépendante. Il ne faudrait pas oublier que l'issue de l'affaire Privatbank n'est toujours pas définitivement réglée (la nationalisation de cette banque est contestée par l'ancien actionnaire qui a en partie financé la campagne électorale du président Zelensky).

Par ailleurs, les réformes du système judiciaire n'avancent pas assez vite et certaines craintes apparaissent sur le sens des actions menées. La désoligarchisation de ce pays paraît toujours de plus en plus laborieuse. La lutte contre la corruption fait beaucoup de bruit pour, hélas, peu de résultats.

Enfin, le volet économique s'avère également problématique pour le FMI. Bien que beaucoup de progrès aient été réalisés afin de maîtriser les

déficits budgétaires et l'endettement public, la crise sanitaire et économique actuelle a sensiblement aggravé la situation financière ukrainienne. Pourtant, ce qui inquiète encore plus le FMI, et c'est un des principaux points de blocage des discussions, ce sont les politiques économiques structurelles. Le gouvernement vient de décider l'introduction de plafond des prix de distribution du gaz en lien avec la sévérité des températures hivernales : une décision qui va à l'encontre des principes d'ouverture des marchés imposés par les conditions de prêts du FMI. La libéralisation du marché énergétique, largement subventionné, fait partie également des « demandes historiques » du FMI. Il avait également été conseillé au gouvernement de libéraliser le marché foncier. Des réformes ont été votées à ce propos, avec plus de restrictions sur les modalités que ne l'aurait aimé le FMI, mais néanmoins des avancées sont réalisées.

Les enjeux d'un tel blocage sont colossaux pour l'Ukraine. D'abord financiers et immédiats : les dettes arrivées à maturité s'élèvent à 16 milliards de dollars pour l'année 2021, dont 11 milliards d'ici le troisième trimestre. Ensuite, la suspension des fonds du FMI implique également la suspension des autres aides de la Banque mondiale et de l'Union européenne, ce qui représente respectivement 750 et 600 millions de dollars. Ces institutions se rangent derrière les avis du FMI et donc conditionnent leurs déboursements à l'accord du FMI.

Enfin, le message retenu est celui d'un manque de confiance et d'insuffisance d'efforts et d'efficacité de la part du gouvernement. Cela fragilise la confiance des investisseurs et indirectement pourrait fragiliser la devise. Le niveau des réserves de change est de 28,8 milliards de dollars, soit 4,4 mois d'importations de biens et services.

☑ Notre opinion – *Les négociations devront se poursuivre : cette suspension n'est pas un refus de collaboration ni un retrait. En revanche, cela prendra du temps et c'est ce qui va manquer au gouvernement dans une période particulièrement difficile avec la crise sanitaire et économique. De nouvelles négociations devront avoir lieu en mars.*

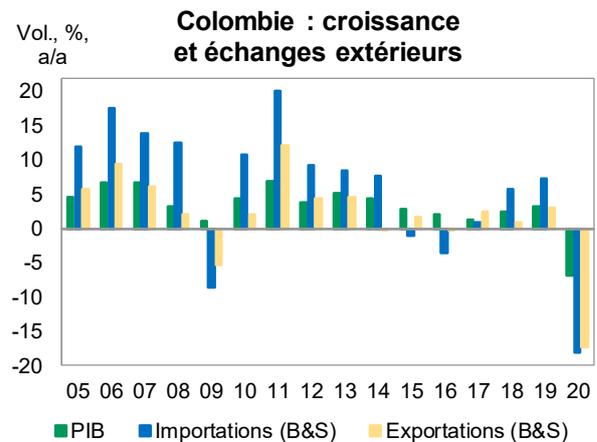
D'ores et déjà, les ministres du G7 rencontrent les membres du gouvernement, ainsi que le gouverneur de la Banque centrale, afin d'assurer la poursuite des échanges. Les membres du gouvernement restent confiants sur la possibilité d'obtenir les 2,1 milliards de dollars du FMI plutôt vers la fin de l'année 2021. Bien que cette confiance s'affiche sur tous les discours officiels, le gouvernement envisage tout de même la possibilité d'émettre de la dette sur les marchés. Certes, cette baisse de confiance pourrait se traduire par des rendements plus coûteux, mais l'excès d'épargne des pays développés pourrait être favorable à la réussite d'une émission ukrainienne.

Toutefois, ce n'est pas une rustine qui règlera les problématiques de fond du pays, dont la complexité reflète bien sa position géographique et géopolitique.

Amérique latine

Colombie : conserver l'investment grade (c'est encore faisable)

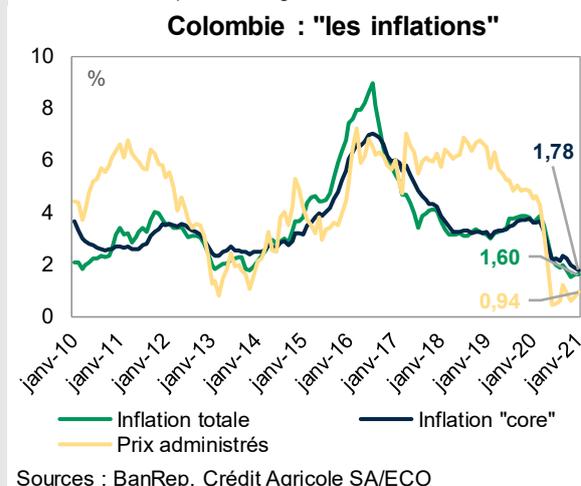
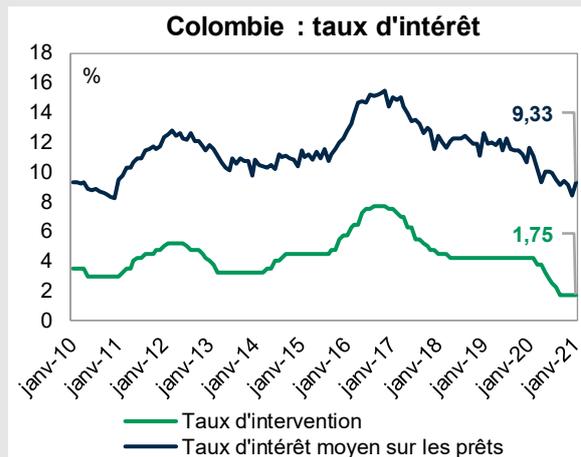
Au terme d'une année particulièrement chaotique, marquée par un profil de *stop-and-go* très violent (variations trimestrielles du PIB passant de, respectivement, -2% et -15% aux premier et deuxième trimestres à +9% et +6% aux troisième puis dernier trimestres), la récession aura finalement atteint 6,8% grâce à un résultat bien meilleur qu'anticipé en fin d'année. La croissance a évidemment principalement pâti d'une chute de la demande intérieure (-7,6% hors stocks) particulièrement marquée pour l'investissement productif (-21,2%), mais aussi du freinage exercé les exportations nettes (les exportations se sont repliées de 17,4% et les importations de 18% laissant une contribution extérieure nette de 2 points de pourcentage).



Notre opinion – La récession s'est donc révélée plus faible qu'il n'était redouté notamment par le FMI (prévision à -8,2% puis à -7,9%), FMI² qui table désormais sur une reprise de 4,5% en 2021 (4% en octobre).

Compte tenu de l'acquis de croissance désormais connu (élevé car proche de 5% fin 2020) qui devrait permettre de « surmonter » les trous d'air du début d'année (en raison des restrictions ciblées de janvier visant à endiguer la deuxième vague Covid-19), il n'est pas interdit d'espérer une reprise proche, voire surpassant la prévision officielle de 5% en 2021. Si la croissance peut être assurée du soutien certainement durable de la politique monétaire, elle devra, en revanche, se contenter d'une béquille budgétaire moindre et s'accommoder de la perspective d'une réforme fiscale, cruciale au regard de la préservation de la notation investment grade³.

L'inflation globale (à 1,60% en janvier pour une inflation sous-jacente à 1%) se replie et reste inférieure à l'objectif de 3%. La Banque centrale (BanRep) considère que les pressions à la baisse sont devenues plus aiguës et perdureront probablement (excès de capacité, transmission minimale de la dépréciation cumulée du peso sur les prix intérieurs, faible inflation fin 2020 justifiant de faibles ajustements des prix de certains services indexés). Selon BanRep, l'inflation devrait continuer de baisser pour atteindre des niveaux proches de 1% en mars et se redresser à 2,3% puis à 2,7%, respectivement, fin 2021 et fin 2022. Le resserrement monétaire n'est donc pas à l'ordre du jour. À cet égard, le FMI considère que, compte tenu de la crédibilité de la Banque centrale et de la marge de manœuvre disponible, un nouvel assouplissement devrait être envisagé si l'inflation reste bien en deçà de l'objectif ou si des risques de baisse se matérialisent.



² "Colombia: Staff Concluding Statement of the 2021 Article IV Mission", 12 février 2021

³ Cf. « [Colombie : l'Investment grade sous pressions \(tempérées\)](#) » – 27 janvier 2021

Du côté de la politique budgétaire, la Colombie obtient un satisfecit du FMI qui salue les « réponses politiques opportunes ayant amorti l'impact de la pandémie⁴ », tout en invitant à maintenir un soutien budgétaire ciblé (un retour à la règle budgétaire en 2022 se traduirait par un resserrement brutal susceptible de faire dérailler la reprise), suivi d'un assainissement budgétaire progressif. Approuvé dès cette année afin d'assurer un retour à l'ancrage budgétaire au cours des cinq prochaines années (restaurer l'objectif de déficit structurel et le cadre budgétaire à moyen terme, MTFF, Medium Term Fiscal Framework), le plan que préconise le FMI devrait inclure une « mobilisation durable des revenus » (réduction de l'endettement public tout en préservant les investissements et les principales dépenses sociales ; hausse des recettes fiscales d'au moins 2% du PIB) et un « engagement crédible pour rétablir et renforcer l'ancrage budgétaire » (renforcement du MTFF, pierre angulaire du cadre budgétaire, création d'un conseil budgétaire indépendant chargé de superviser la mise en œuvre et le retour à la règle budgétaire).

Pour l'instant, le président a confirmé qu'une réforme fiscale visant à collecter 1,5% du PIB de recettes supplémentaires à partir de 2022 serait présentée au Congrès en mars. Actuellement, la piste privilégiée est celle d'une réduction des exonérations de TVA (le manque à gagner lié aux exonérations représenterait près de 8% du PIB). Afin de ne pas être taxée de réforme fiscale « régressive », les ménages les plus modestes bénéficieraient des remboursements de TVA (à l'instar de ce qui a été mis en place en 2020). Si, afin d'élargir la base fiscale (et il y a de la marge)⁵, la piste d'un abaissement du seuil d'imposition sur les revenus est évoquée, la modification de la fiscalité indirecte est donc privilégiée.

Des élections se tiendront en 2022 (législatives en mars, présidentielle en mai) et la campagne électorale mobilisera les énergies durant le second semestre 2021 : il est, par définition, difficile d'imaginer que la période (qui se double d'une crise économique) soit propice à une révolution fiscale. Évoquer une réforme fiscale en période pré-électorale est néanmoins audacieux. Bien que le projet (dont seuls des éléments parcellaires sont identifiés) ne soit pas de nature à restaurer rapidement les comptes publics, le projet de réforme fiscale constitue un signal favorable qui pourrait tempérer les ardeurs des agences de rating (Fitch et S&P, BBB-, perspective négative ; Moody's, Baa2, perspective négative). L'investissement grade reste menacé, mais n'est pas irrémédiablement compromis.

⁴ Le total du plan de soutien 2020 est estimé à un peu moins de 10% du PIB (dont environ 6% sous forme de prêts et de garanties). Les dépenses publiques auraient augmenté de près de 3,5 points de PIB (à 35,5% du PIB), alors que les recettes se seraient contractées de 3,5 points de PIB (à 26% du PIB), conduisant à un déficit de 9,5% du PIB et à une dette brute de 68% du PIB (en hausse de près de 16 points).

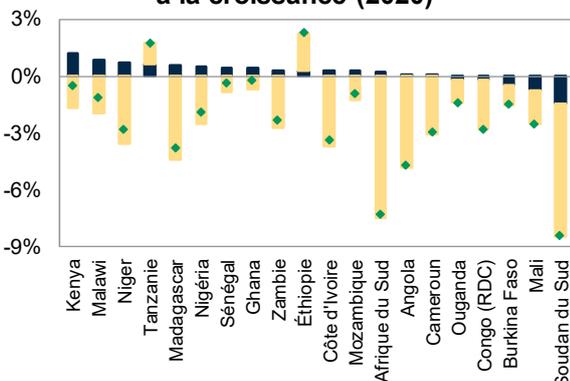
⁵ Selon l'OCDE, les recettes fiscales (20% du PIB) sont parmi les plus faibles au monde (juste après le Pérou ou le Mexique à 16%) et évidemment loin derrière les champions tels la France ou le Danemark (autour de 45%). Les impôts sur le revenu contribuent très faiblement (20% des recettes fiscales), le reste étant couvert par les entreprises. Le seuil au-dessus duquel les particuliers commencent à payer des impôts est de deux fois le salaire moyen (contre 0,3 fois le salaire moyen dans l'OCDE, en moyenne).

Afrique sub-saharienne

Agriculture: la résilience des secteurs agricoles ne permet pas d'éviter l'inflation alimentaire en Afrique sub-saharienne

Selon the *Economist Intelligence Unit*, sur l'ensemble des pays sub-sahariens pour lesquels l'information est disponible, 44 sur 47 devraient être en récession en 2020. Sur ces mêmes pays, seuls 19 devraient voir la valeur ajoutée de leur secteur agricole se contracter, contre 42 pour le secteur industriel et 45 pour le secteur des services. Sur l'ensemble des pays, le secteur agricole devrait même avoir une contribution moyenne positive, quoique proche de zéro, à la croissance. Il serait donc juste de dire que face à la crise sanitaire de 2020, l'agriculture à jouer un rôle d'amortisseur pour les économies sub-sahariennes. Cela est d'autant plus important, qu'en moyenne, 46% de la population active de ces pays est employée dans le secteur agricole. En 2020, seuls deux pays devraient faire face à une contraction violente de leur secteur agricole : le Soudan du Sud et le Zimbabwe. Au Soudan du Sud, d'importantes inondations et infestations de criquets ont ravagées les cultures, alors même que 80% de la population vit sous le seuil de pauvreté et que plus de la moitié a besoin d'une aide alimentaire, selon le FMI. Au Zimbabwe, les errements de la politique agricole n'ont cessé de faire diminuer les rendements ces dernières années, avec là aussi, plus de la moitié de la population faisant face à la faim.

Agriculture : contribution à la croissance (2020)

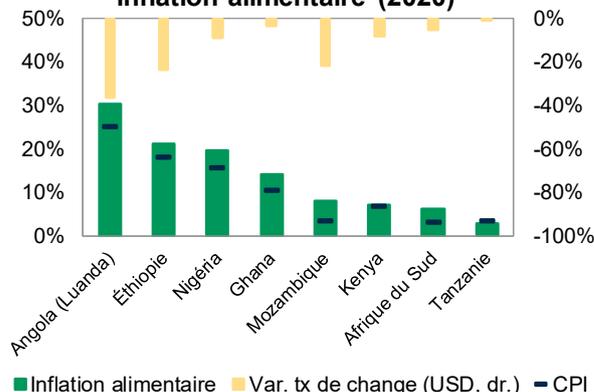


Sources : EIU, gouvernements

Malgré la résilience des secteurs agricoles, les marchés alimentaires sub-sahariens sont demeurés sous pression tout au long de l'année. En effet, l'Afrique est importatrice nette de nourriture : en 2019, les pays d'Afrique sub-saharienne ont importé pour 43 milliards de dollars de denrées alimentaires, dont environ les trois quarts viennent d'en dehors de la zone. Le *Brooking Institute* souligne néanmoins que ces importations hors zone sont le fait d'un petit nombre de pays, à savoir des exportateurs de matières premières souffrants de « *Dutch disease* » (ex : Nigéria, Angola) et des pays faisant face à un conflit armé (ex : Somalie, RDC). Dans ces pays, la

dévaluation monétaire face au dollar ou à l'euro a donc été la source d'une inflation alimentaire importée en 2020.

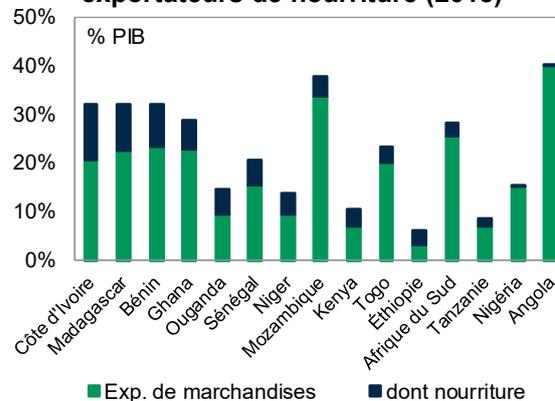
Afrique sub-saharienne : inflation alimentaire (2020)



Sources : gouvernements, Reuters

Les pays sub-sahariens dépendent également du commerce intra-africain pour leur approvisionnement alimentaire. Or, pour ces échanges, la visibilité est minime, car beaucoup de ce commerce est informel, ou formel mais mal évalué. L'amélioration de l'appareil statistique douanier est un axe d'amélioration important pour l'ensemble des pays sub-sahariens dont la sécurité alimentaire dépend de ces flux. Traditionnellement affecté par les barrières non-tarifaires, ce commerce a particulièrement souffert des quarantaines et des fermetures de frontières terrestres mises en place en 2020. Le résultat est encore une fois de l'inflation sur le prix des denrées alimentaires, qui trouve cette fois sa source dans la baisse des volumes échangés et l'augmentation du coût de ces échanges.

Afrique sub-saharienne : exportateurs de nourriture (2018)



Source : Banque mondiale

Dans d'autres pays, les exportations agricoles ont été source de résilience face à l'effondrement des autres recettes extérieures. C'est le cas en Côte d'Ivoire ou au Ghana par exemple, tandis qu'au

Kenya, les exportations de fleurs (1 milliard de dollars en 2019) ont souffert du manque de fret et l'effet sur la demande des restrictions sanitaires imposés à l'étranger. Pour ces pays, monter dans la chaîne de valeur en capturant une partie des activités de transformation est souvent la prochaine étape du développement. Une telle stratégie demande d'importants investissements : l'industrie locale de transformation doit d'être suffisamment

productive pour faire face à la concurrence internationale, sans quoi cette activité entre en tension avec l'objectif d'assurer un salaire de subsistance aux agriculteurs. C'est par exemple le cas au Sénégal dans le secteur de l'arachide. Des problématiques similaires devraient se poser en Côte d'Ivoire ou au Ghana, qui ambitionnent de développer des activités de transformation du cacao.

✓ Notre opinion – *Si les grands exportateurs agricoles africains figurent au rang des pays ayant été les plus résilients économiquement face à la Covid, l'année 2020 aura aussi remis la question de la sécurité alimentaire au cœur des problématiques du continent. Une meilleure prise en compte et la facilitation des échanges intra-africains, chantier débuté avant la Covid, fera partie des solutions de l'après-crise. En effet, au regard des statistiques disponibles, la part des exportations intra-africaines a stagné autour de 20% entre 2016 et 2018. L'Afrique exporte encore principalement ses denrées agricoles vers l'Union européenne (45% des exportations), même si cette proportion est en recul au profit de nouvelles destinations (Asie, Amérique du Sud). Cela s'explique par des barrières non-tarifaires, mentionnées plus tôt, et parfois récemment mises en place comme au Nigéria, à contre-courant des projets africains de libre-échange. La faible complémentarité entre produits exportés par les uns et ceux importés par les autres est un autre obstacle au commerce agricole intra-africain, rendant ces échanges moins diversifiés que ceux ayant pour destination des pays en dehors de la zone.*

Le renforcement des échanges alimentaires intra-africains répond non seulement aux objectifs de développement économique de projets, tels que l'AfCFTA (zone de libre-échange continentale africaine), mais aussi à une logique de sécurité alimentaire dans un contexte d'urbanisation et de changement climatique. L'urbanisation tend, en effet, à accroître la distance entre les marchés alimentaires et les lieux de production, créant un risque d'inflation lié à la logistique et augmentant les risques de ruptures d'approvisionnement. Ce phénomène est renforcé quand la production alimentaire est tournée vers l'exportation hors du continent. Cela montre la complémentarité des objectifs de développement économique via le commerce intra-africain et ceux de sécurité alimentaire. La facilitation de ces échanges peut également aider à concilier les objectifs de développement d'une industrie de transformation avec la rémunération juste de la main d'œuvre agricole.

Géo-économie

Dialogue sur le désarmement nucléaire sur fond de risques de dissémination

Dès le 21 janvier (le lendemain de son entrée en fonction), le nouveau président américain Joe Biden a proposé à son homologue russe Vladimir Poutine de prolonger le traité de désarmement nucléaire *New Start* pour une durée de cinq ans. Dans la foulée, le Parlement russe a ratifié la proposition à l'unanimité. Quelques jours plus tard, le secrétaire d'État américain Antony Blinken annonçait que les États-Unis avaient à leur tour prorogé la validité du traité.

L'extension de l'accord n'est pas vraiment une surprise du côté américain. En revanche, sa durée portait à débat au sein même de l'équipe Biden. Certains auraient préféré une prolongation courte d'une ou deux années, afin d'obtenir des concessions de Moscou. Le choix de renouveler le traité pour cinq ans, soit la durée maximale prévue par le traité, est un signal positif en faveur d'un contrôle accru des armements stratégiques.



New Start, dernier vestige de la guerre froide

New Start a été signé à Prague en République tchèque en 2010 par le président américain Barack Obama et son homologue russe Dmitri Medvedev. Il prend la suite du traité de désarmement *Start I* (*Strategic Arms Reduction Treaty*) signé en 1991 par George Bush et Mikhaïl Gorbatchev qui a expiré en décembre 2009.

Entré en vigueur en février 2011 pour une durée de dix ans, *New Start* limite à 1 550 le nombre de têtes nucléaires des arsenaux des deux pays (contre 2 200 fixés auparavant dans le cadre du traité SORT de désarmement stratégique). Le nombre maximal de lanceurs stratégiques est fixé à 800.

La réduction prévue par l'accord est importante. Rappelons qu'en 1986, le nombre d'armes nucléaires atteignait le record de 70 000. **Surtout, le traité prévoit des inspections mutuelles de sites militaires.** Washington, comme Moscou, en mesure de conduire jusqu'à dix-huit inspections par an, et les inspecteurs ont accès à des informations confidentielles. **L'accord *New Start* est en réalité le dernier héritage de la guerre froide qui lie les deux principales puissances nucléaires mondiales.** Rappelons que les États-Unis et la Russie représentent à eux seuls 90% du stock des 13 500 têtes nucléaires dans le monde. Les sept autres pays nucléaires restants (Chine, Royaume-Uni, France, Pakistan, Inde, Corée du Nord et Israël) ne comptent que pour les 10% restants.

✓ Notre opinion – *La prolongation du traité New Start montre que le risque de dissémination nucléaire demeure un sujet de négociation possible entre grandes puissances*⁶.

Mais le contexte géopolitique a radicalement changé depuis la signature de New Start en 2010, intervenue dans le cadre de la politique américaine dite de « reset » à l'égard de la Russie. Les négociations pour le désarmement nucléaire pouvaient alors être perçues à Washington comme un premier pas nécessaire à l'apaisement des tensions géopolitiques entre les deux principales puissances nucléaires mondiales. Or, ces tensions n'ont fait que se renforcer depuis, en particulier après l'annexion de la Crimée par Moscou en 2014. Les ingérences russes présumées dans le processus électoral américain en 2016 ont conforté l'idée américaine, surtout au sein des démocrates, d'une Russie perçue comme puissance « révisionniste » (c'est clairement exprimé dans la National Security Strategy de 2017) cherchant à saper les fondements de l'ordre libéral international dont les États-Unis sont l'architecte et dont ils annoncent vouloir reprendre le leadership.

La prorogation de New Start ne clôt donc évidemment pas les sujets de tension entre les deux principales puissances nucléaires et ne suffira pas à elle seule à rétablir la confiance. Mais l'enjeu était particulièrement important pour Moscou. Le processus de désarmement nucléaire conforte paradoxalement la Russie en tant que grande puissance nucléaire, en assurant la parité des stocks américains et russes. La négociation pour le contrôle des armements stratégiques place aussi les États-Unis et la Russie sur un pied d'égalité.

La question nucléaire ne se limite pas aux relations bilatérales entre les États-Unis et la Russie. Les dossiers iranien comme nord-coréen suscitent les mêmes interrogations à Washington : faut-il commencer par engager un dialogue politique (c'était la stratégie qu'a poursuivi Donald Trump en Corée du Nord) ou exiger au préalable des gages en faveur du désarmement nucléaire⁷ ou la limitation de la recherche ?

⁶ Cf. Monde – L'actualité de la semaine du [23 octobre 2020](#)

⁷ *Biden, Asia, and the Politics of Nuclear Arms Control*, Foreign Policy, février 2021

Concernant la stratégie américaine face à l'Iran, c'est le dialogue qui semble l'avoir emporté très récemment et on attendait cette avancée depuis l'élection de Biden. Deux points sensibles, toutefois, en cas d'un retour américain dans l'accord sur le nucléaire iranien de 2015 (JCPOA) : l'Iran va-t-il revenir dans les normes d'enrichissement et de quantité de combustible prévues, alors qu'elles sont déjà dépassées ? Les États-Unis vont-ils renoncer à rajouter la question des missiles balistiques dans le traité ?

Pékin n'a pas été associée aux négociations russo-américaines. L'arsenal nucléaire chinois demeure très limité d'un point de vue quantitatif, en comparaison des arsenaux russe et américain. S'il n'existe pas de chiffres officiels, selon les estimations, la Chine disposerait de 290 têtes nucléaires. Mais Pékin poursuit une stratégie de développement et de modernisation de son arsenal (en se dotant notamment de missiles en mesure de porter plusieurs têtes nucléaires).

La Chine affirme ne pas chercher à développer une capacité de première frappe. Sa stratégie nucléaire consisterait uniquement à établir une dissuasion minimale. En somme, les armes nucléaires ne seront pas utilisées de manière offensive, mais seulement défensive. Or, les États-Unis redoutent précisément le cas de figure où Pékin aurait sécurisé une capacité de seconde frappe (réservée à quelques grandes puissances nucléaires à l'heure actuelle). Elle pourrait alors se montrer plus « assertive » sur la scène internationale dans un contexte de crise géopolitique. La crédibilité de la stratégie américaine de dissuasion (il ne s'agit pas simplement de dissuader les potentiels ennemis des États-Unis d'attaquer le territoire américain, mais il est également question de contenir toute agression contre les alliés de Washington en Europe et en Asie, protégés par le « parapluie nucléaire américain ») pourrait en ressortir affaiblie.

Enfin, la recrudescence des tensions géopolitiques entre puissances nucléaires intensifie le « dilemme de sécurité⁸ », d'autant que la compétition géopolitique intervient dans un contexte de transformations technologiques et opérationnelles (sur les plans nucléaire et conventionnel⁹). L'investissement du cyber et de l'espace par les puissances, le développement accru des systèmes de défense antimissile et des systèmes de frappe conventionnelle à longue portée constituent des risques qui pourraient accroître l'instabilité des dynamiques de crise.

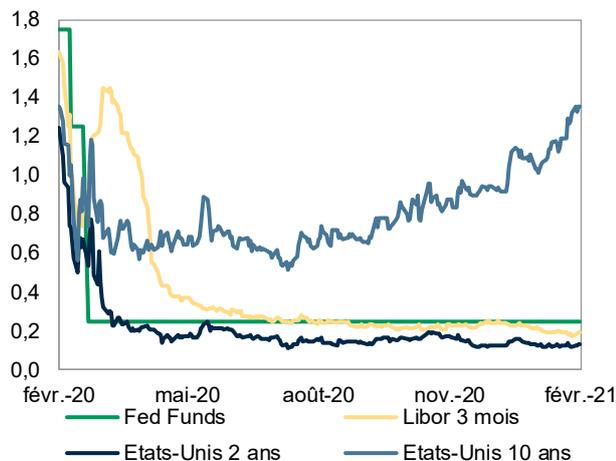
⁸ Cf. Monde – L'actualité de la semaine du [9 octobre 2020](#)

⁹ [La réduction des risques stratégiques entre puissances nucléaires](#), Corentin Brustlein, IFRI, janvier 2021

Tendances à suivre

Taux d'intérêt en dollar américain

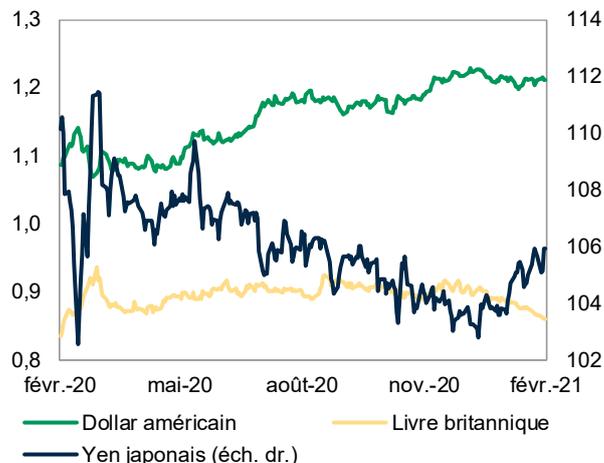
%, interbancaire (Londres) et souverains (Etats-Unis)



Source : Thomson Reuters

Taux de change des principales devises

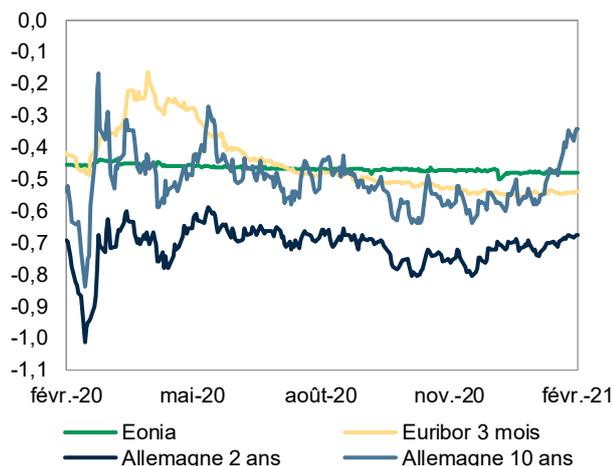
EUR/USD, EUR/GBP et USD/JPY



Source : Thomson Reuters

Taux d'intérêt en euro

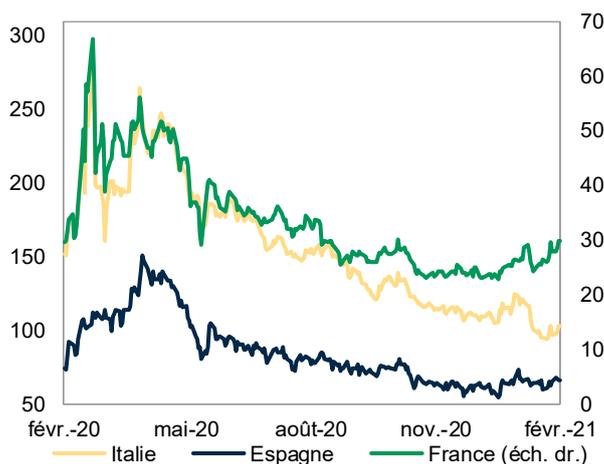
%, interbancaires (Londres) et souverains (Allemagne)



Source : Thomson Reuters

Spreads souverains européens avec le Bund

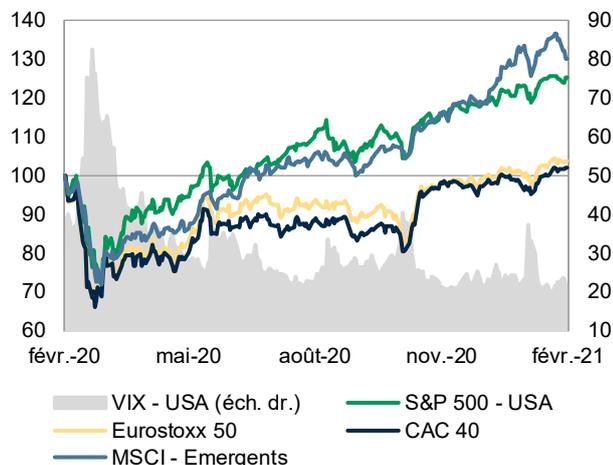
Pdb, dette en EUR à dix ans



Source : Thomson Reuters

Marché actions

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



Source : Thomson Reuters

Cours de l'once d'or

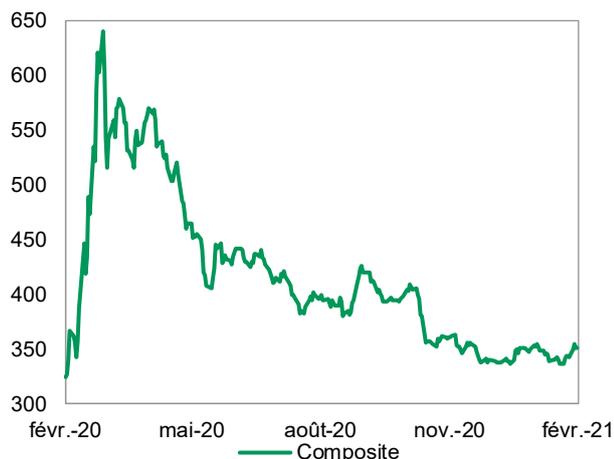
USD/Once troy (Londres)



Source : Thomson Reuters

Spreads souverains émergents avec le T-Bond

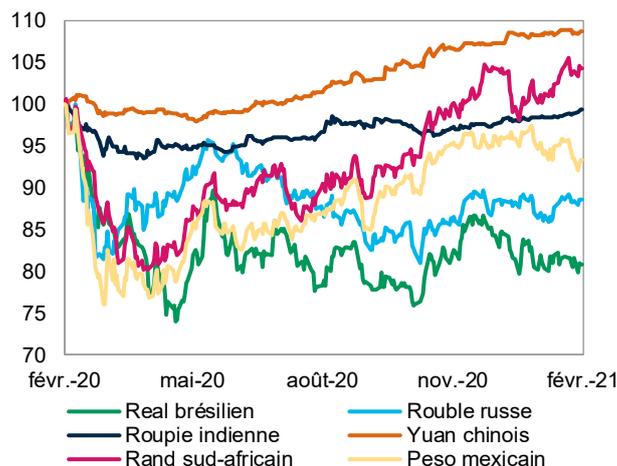
Indices EMBI+ (pdb, dette en USD de plus d'un an)



Source : JP Morgan

Devises émergentes

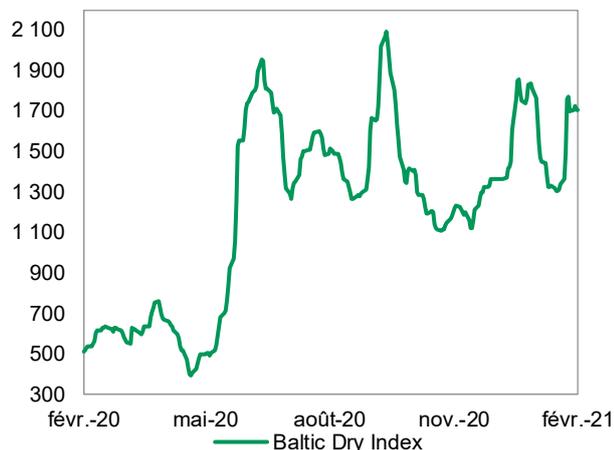
/USD (indice 100 = début de période)



Source : Thomson Reuters

Coût du transport maritime de vrac sec

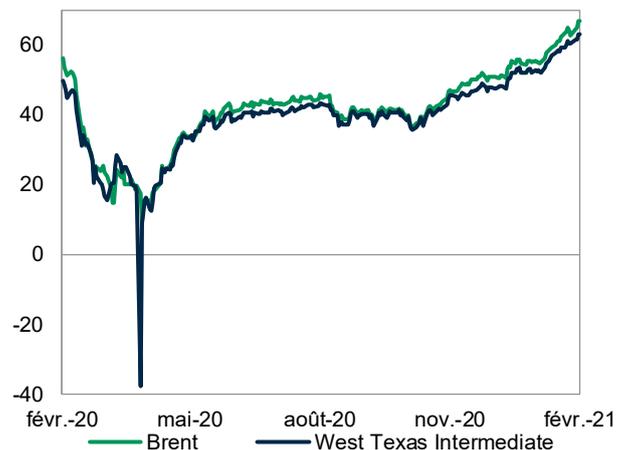
Baltic Dry Index (USD/point)



Source : Baltic Exchange

Cours du baril de pétrole brut en USD

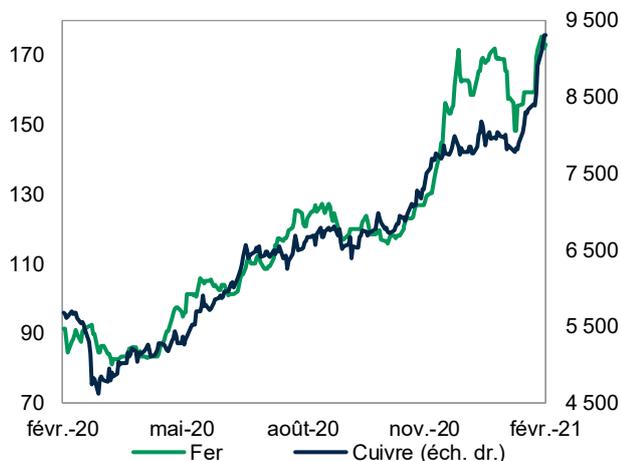
Brent (mer du Nord) et WTI (golfe du Mexique)



Source : Thomson Reuters

Cours des métaux

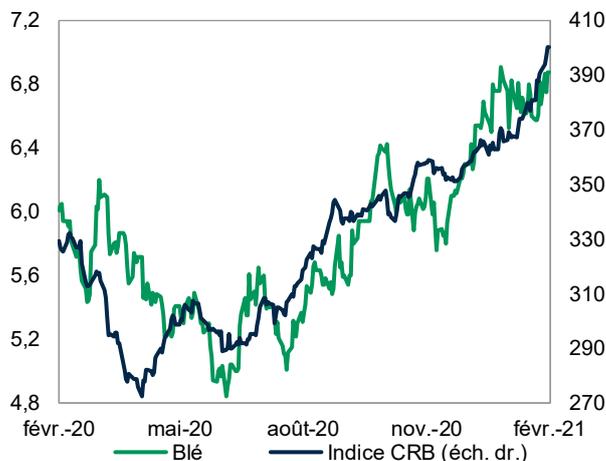
USD/tonne métrique



Sources : Steel Home, London Metal Exchange

Agriculture

SRW Wheat (USD/boisseau) et CRB foodstuffs (USD/point)



Sources : USDA, CRB

Consultez nos dernières parutions en accès libre sur Internet :



Monde – Scénario macro-économique 2021-2022 – 17 décembre 2020

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

Prévisions économiques & financières

Date	Titre	Thème
25/02/2021	<u>Jetons non-fongibles, l'effet Mbappé</u>	Banques, innovation
24/02/2021	<u>Mexique – De tristes singularités</u>	Amérique latine
24/02/2021	<u>Quelles séquelles pour une crise inédite ?</u>	Monde
24/02/2021	<u>PRISME – L'analyse de la conjoncture et de l'actualité agricole et agroalimentaire du Crédit Agricole</u>	Agri-agro
23/02/2021	<u>Russie – Un étrange petit goût de Brejnevisation...</u>	Russie
22/02/2021	<u>France – Recul du taux de chômage au quatrième trimestre 2020</u>	France
22/02/2021	<u>Royaume-Uni – Où en est-on avec l'inflation ?</u>	Royaume-Uni
19/02/2021	<u>Monde – L'actualité de la semaine</u>	Monde
18/02/2021	<u>Brésil – La quadrature du cercle</u>	Amérique latine
17/02/2020	<u>Etes-vous Biden ou Bollywood ?</u>	Etats-Unis, Asie
17/02/2020	<u>Moyen-Orient & Afrique du Nord – Chute de l'épargne dans les pays les plus fragiles</u>	Emergents
16/02/2021	<u>Pays émergents – Inflation : un pilotage très délicat</u>	Emergents
15/02/2021	<u>Royaume-Uni – Flash PIB : une croissance plus forte que prévu au T4 en partie grâce au Brexit</u>	Royaume-Uni
15/02/2021	<u>Zone euro – "Whatever it takes", "quoi qu'il en coûte", ou l'action collective sur les anticipations</u>	UE

Études Économiques Groupe – Crédit Agricole S.A.

12, place des États-Unis – 92127 Montrouge Cedex

Directeur de la publication : Isabelle JOB-BAZILLE

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

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

États-Unis, Royaume-Uni, Irlande, pays scandinaves : Slavena NAZAROVA

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

Asie : Sophie WIEVIORKA

Amérique latine : Catherine LEBOUGRE (coordination scénario)

Afrique du Nord, Moyen-Orient : Olivier LE CABELLEC

Afrique sub-saharienne : Nathan QUENTRIC

Géo-économie : Tania SOLLOGOUB, Julie TEILLARD

Documentation : Dominique PETIT, Elisabeth SERREAU

Statistiques : Robin MOURIER

Réalisation et Secrétariat de rédaction : Fabienne PESTY

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

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

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

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

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