

# Perspectives

Hebdomadaire – N°20/209 – 4 septembre 2020

## MONDE – L'actualité de la semaine

☞ « Exubérance irrationnelle » ? .....	1
☞ BCE : quand on reparle de déflation .....	3
☞ Zone euro : signes de ralentissement au T3 .....	4
☞ France : alors que la reprise s'essouffle, la relance se dessine .....	4
☞ Allemagne : le rebond industriel vient soutenir la croissance du T3 .....	5
☞ Allemagne : une situation sanitaire toujours sous haute surveillance .....	6
☞ Italie : détail des comptes nationaux du deuxième trimestre .....	6
☞ Italie : une rentrée politique mouvementée ? .....	7
☞ Espagne : propagation du virus, situation des hôpitaux sous contrôle .....	8
☞ Portugal : progression du chômage en juillet .....	9
☞ Russie – Croissance et politique .....	10
☞ Inde : effondrement de la croissance au deuxième trimestre .....	11
☞ Moyen Orient – Afrique du Nord : contenir la pandémie de coronavirus s'avère difficile dans certains pays .....	12
☞ Liban : le coût de l'explosion dans le port de Beyrouth s'élève entre 13% et 16% du PIB .....	12
☞ Tunisie : un nouveau Premier ministre et un gouvernement de technocrates pour répondre aux défis économiques... ..	13
☞ Nigéria : le double choc du coronavirus et de la chute des revenus du pétrole .....	13

### ☞ « Exubérance irrationnelle » ?

Les extraordinaires stimuli monétaires et budgétaires mis en place par les banques centrales et les pouvoirs publics pour faire face à la crise liée au Covid-19 ces derniers mois ont propulsé les valorisations des actifs risqués vers de nouveaux records. Le S&P 500 enregistre une hausse de 45% depuis mi-mars et l'Euro Stoxx 50 de près de 40%. Les raisons militent en faveur de la prudence ne manquent pourtant pas. Au cours des dernières semaines, une hausse des cas Covid est apparue dans bon nombre de pays et les perspectives d'un traitement et/ou d'un vaccin restent incertaines. Si les marchés actions ne semblent pas trop affectés par les craintes toujours élevées d'une seconde vague et de l'impact de la crise sur l'économie réelle, les marchés obligataires sans risque ne se tendent néanmoins pas : le taux d'intérêt américain à 10 ans est tombé à près de 0,5% début août, avant de se redresser légèrement (0,68% à la fin de cette semaine). En outre, l'or se maintient à des niveaux proches de son record historique de 2 000

dollars l'once. L'été a aussi été marqué par la publication de contractions historiques des économies à travers le monde au deuxième trimestre et par les enquêtes d'activité validant les anticipations d'un rebond technique post-confinement. Mais, les signaux d'un essoufflement de la croissance s'accumulent, notamment côté consommation des ménages, au point de rendre de plus en plus inquiétant le degré de déconnexion entre les marchés financiers et les économies réelles.

Aux États-Unis, certains États-clé comme la Californie, le Texas et la Floride ont réimposé un confinement ou ont revu leurs ambitions d'ouverture de leur économie. Le rebond de l'activité au troisième trimestre sera sans doute suivi par un tassement des rythmes d'activité et une croissance très graduelle dans les mois à venir. Les enquêtes d'activité et les commandes de biens durables sont globalement rassurantes mais les indicateurs de consommation des ménages suggèrent qu'un

ralentissement est très probable au-delà du rebond technique du deuxième trimestre, en l'absence de nouvelles mesures budgétaires. Si les niveaux des ventes au détail ont dépassé leurs plus hauts d'avant-Covid, la confiance du consommateur s'est à nouveau fortement détériorée en juillet et en août. L'indice de confiance du consommateur du *Conference Board* a rechuté à des niveaux plus bas qu'au pire de la crise en avril, reflétant vraisemblablement la diminution des aides fédérales allouées aux chômeurs. Sur le plan de l'emploi, la trajectoire récente des nouvelles inscriptions au chômage reste volatile et les niveaux toujours très élevés à près de quatre fois les niveaux d'avant-crise. Après avoir dépassé le million (1,106 million), elles ont rebaisé à 0,881 million la semaine se terminant le 29 août. Le rapport sur le marché du travail du mois d'août a fait état d'un taux de chômage plus bas que prévu (8,4% après 10,2% en juillet), une surprise à relativiser car en grande partie due à la hausse de la population active et aux 238 000 embauches temporaires de recensement. Les créations nettes d'emploi (1,4 million) ont légèrement baissé, surtout dans le secteur privé (1 million).

Les inquiétudes sur la soutenabilité de l'envolée des marchés actions est probablement la principale explication du brusque retournement du sentiment de marché à la fin de cette semaine. Ce jeudi, le S&P 500 a corrigé violemment (-3,5% sur la journée et -1,5% sur la semaine écoulée). Les valeurs technologiques ont enregistré une baisse de 6% sur la journée de jeudi, leur plus forte chute depuis le mois de mars. Est-on à la veille d'une correction violente des actifs risqués ? Si un tel événement reste difficile à prévoir, du moins on peut raisonnablement affirmer qu'une période de plus forte volatilité approche à grands pas avec la saison automnale alors qu'aucun vaccin n'est en vue dans un avenir proche et que deux mois seulement nous séparent des élections présidentielles américaines qui s'annoncent très disputées. Au cours des semaines récentes, les sondages se sont fortement resserrés. La marge d'avance de Joe Biden fond comme neige au soleil notamment dans les États-clés, une tendance d'autant plus prononcée au niveau du Sénat où les républicains ont 2 points d'avance après avoir souffert d'un déficit de 25 points début août.

Mais, les paroles rassurantes des banques centrales, en particulier de la Fed, continuent de bercer les marchés. Lors de son discours à Jackson Hole le 27 août dernier, le président de la Réserve fédérale J. Powell a pris de court les marchés en annonçant (plus tôt qu'anticipé) un changement « dovish » important dans le cadrage de la politique monétaire. L'« inflation targeting » sera désormais basée sur une cible d'inflation moyenne (« average inflation targeting ») suggérant le maintien des taux bas pour longtemps. Dans une démarche de « reflation opportuniste » (pour citer le gouverneur

Lael Brainard), la Fed cherchera à maintenir l'inflation « modérément supérieure à 2% » durant une période prolongée pour compenser les périodes d'inflation basse comme celle que nous vivons. La flexibilité est une caractéristique essentielle de ce nouveau cadrage, la Fed se gardant de donner des valeurs précises sur le niveau d'inflation ou sur le calendrier et ne souhaitant pas « se lier les mains à une formule mathématique précise ». Point important, la Fed a également annoncé un changement de son mandat sur l'emploi en faveur d'une approche asymétrique. Plutôt que de se concentrer sur les « déviations » de l'emploi par rapport à son niveau jugé maximal, elle va focaliser son attention uniquement sur les écarts à la baisse. Cela est un autre facteur qui suggère que la Fed gardera ses taux bas pour plus longtemps qu'elle ne le faisait par le passé. L'emploi sera sa priorité et une inflation supérieure à la cible un souci moindre. Un taux de chômage inférieur à son niveau naturel sera toléré tant qu'il ne représente pas de danger excessif pour l'inflation. Le prochain pas de la Fed devrait être une *forward guidance* « améliorée » mais probablement pas avant l'automne, la Fed pouvant également augmenter ses achats de titres.

## Editorial

### BCE : quand on reparle de déflation

Le taux d'inflation annuel en août a atteint -0,2% dans la zone euro. Elle est négative dans la plupart des grands pays – Allemagne (-0,1%), Italie (-0,5%) et Espagne (-0,6%) – à l'exception de la France (+0,2%) et les Pays-Bas (+0,3%) où elle est néanmoins en net ralentissement.

Des facteurs temporaires justifient cette baisse : report des soldes en fin d'été, baisse de la TVA en Allemagne, incorporation tardive des baisses de prix dans les services, notamment le tourisme. La baisse des prix de l'énergie (-7,8%) contribue largement à ce résultat, mais la croissance de l'indice sous-jacent des prix hors composantes volatiles affiche aussi un net ralentissement à 0,4% après 1,2% en juillet.

Il est désormais évident que l'excès de capacités suscité par la crise engendre des pressions désinflationnistes qui compensent largement les forces inflationnistes liées à la reprise de la demande et à des chocs d'offre dans certains secteurs. La BCE l'a acté déjà en juin *via* une révision à la baisse de ses prévisions d'inflation, non seulement pour cette année, mais aussi à l'horizon 2022 (de 1,6% à 1,3%) et *via* une inflation sous-jacente projetée à seulement 0,9% en 2022. Sur le même horizon, les prévisions des professionnels (*Survey of Professional Forecasters*) se sont ancrées sur une inflation sous-jacente à 1,1%.

Dans un contexte où l'effet du choc pandémique se couple à une tendance longue à la baisse à la fois de l'inflation (globalisation, flexibilisation du marché du travail, commerce électronique) et du taux d'intérêt naturel (démographie, excès d'épargne, baisse de la productivité), la question de l'efficacité de la politique monétaire par la poursuite de son objectif d'inflation se pose.

Le débat avait déjà été ouvert avant la pandémie par trois banques centrales : la Réserve fédérale, la Banque du Canada et la BCE. En initiant un processus de révision de leurs stratégies, elles ont posé très clairement la question du ciblage de l'inflation.

La Réserve fédérale est parvenue à une première conclusion : en l'absence d'un taux plancher (une borne inférieure du taux directeur que la politique monétaire ne peut ou ne veut pas franchir), l'objectif d'inflation annoncé par l'autorité monétaire réussit à ancrer les anticipations d'inflation des agents et l'autorité monétaire réussit à atteindre son objectif.

Quand, en revanche, la politique monétaire est contrainte par un taux plancher, notamment en cas de choc de demande, les anticipations d'inflation contiennent un biais baissier, car les agents perçoivent que les marges de manœuvre de la politique monétaire

sont limitées. Les anticipations ne sont donc plus si parfaitement ancrées à l'objectif d'inflation annoncé.

Ce résultat est d'autant plus probable que l'objectif d'inflation est perçu comme un plafond infranchissable. Mais si l'objectif de la banque centrale est à atteindre en moyenne sur le moyen terme en ciblant une inflation supérieure à l'objectif suite à des périodes où l'inflation a été inférieure à celui-ci, alors les anticipations seront plus facilement ancrées à la cible.

C'est ainsi que la Réserve fédérale accepte désormais d'affirmer plus fermement la symétrie de sa politique de ciblage de l'inflation pour contrer les asymétries propres à une politique monétaire conduite dans un environnement de taux naturel décroissant avec un taux plancher contraignant.

L'idée d'une fonction de réaction asymétrique afin d'atteindre un résultat plus symétrique en termes d'inflation ne devrait pas déplaire à la BCE. Bien que la révision de sa stratégie soit à un stade moins avancé que celui de la Réserve fédérale, la recherche de la BCE a déjà acté l'intérêt d'une politique de ciblage moyen de l'inflation (*average inflation targeting*)<sup>1</sup> permettant l'acceptation de périodes d'inflation supérieure à la cible pour compenser des périodes d'inflation trop faible. Dans une zone monétaire avec plusieurs taux d'inflation nationaux, un biais baissier des anticipations d'inflation et une inflation constamment inférieure à la cible ont des fortes implications redistributives. Dans un contexte d'ajustement des prix relatifs et de compétitivité, qui requiert une croissance moins rapide des prix des pays dans la périphérie que dans les pays du centre, une préférence de ces derniers pour une inflation inférieure à la cible agrégée implique nécessairement une inflation bien inférieure à la cible dans la périphérie.

Certes, en zone euro, le taux plancher a été repoussé vers le bas par l'abaissement en territoire négatif du taux de dépôt, renforcé par l'abaissement du taux des TLTRO et par la compression de la prime de terme opérée par le PSPP. Néanmoins, les interrogations croissantes sur le niveau du *reversal rate* qui jouerait comme le taux plancher effectif ont sûrement affecté les anticipations d'inflation empêchant d'anticiper de nouvelles baisses des taux significatives.

Alors, comme l'a si bien évoqué le gouverneur de la Banque d'Angleterre Bailey, la question, au-delà du débat en cours sur le ciblage de l'inflation, reste celle des marges de manœuvre disponibles pour des politiques non conventionnelles. Le plan de relance de l'UE et la plus forte tolérance à des expansions budgétaires en zone euro fournissent un large choix d'actifs pour pallier les contraintes à l'expansion du bilan de la BCE.

<sup>1</sup> F. Budianto, T. Nakata, S. Schmidt "Average inflation targeting and the interest rate lower bound", *ECB Working Paper 2394*, avril 2020.

## Zone euro

### Zone euro : signes de ralentissement au T3

On commence à disposer des premiers indicateurs quantitatifs d'activité concernant le T3 dans la zone euro et ils confirment qu'après le rebond de mai et juin la perte d'élan observée en juillet dans les enquêtes se confirme.

C'est du moins le cas pour le volume des ventes au détail qui s'affiche en baisse de 1,3% sur le mois après avoir retrouvé en juin son niveau d'avant la crise. Tous les produits non alimentaires, à l'exception des carburants ont connu des baisses. Le taux de croissance des ventes est encore positif en France et en Espagne et à peine négatif en Allemagne et aux Pays-Bas. Les données italiennes sont attendues la semaine prochaine.

Les données d'enquête auprès des directeurs d'achats confirment qu'après un pic en juillet la croissance de l'activité du secteur privé dans la zone

euro a perdu de son élan et s'affiche modérée. C'est le net ralentissement de l'activité dans les services, dont l'indice revient à niveau signalant une stabilisation, qui freine la progression de l'indice global. L'activité se replie en Italie et en Espagne. En revanche, la progression de l'activité dans le secteur manufacturier gagne en puissance, notamment en Allemagne et dans une moindre mesure en France. Dans tous les pays, la reprise n'arrive pas à contenir la baisse des effectifs qui s'annonce plus marquée en Espagne. Le taux de chômage de juillet avait déjà enregistré une nouvelle hausse dans la zone euro à 7,9% après 7,7% en juin, soit 344 000 chômeurs supplémentaires, sous l'effet de remontées plus marquées en Italie (9,7%) et en France (6,9%) ainsi qu'au Portugal (8,1%).

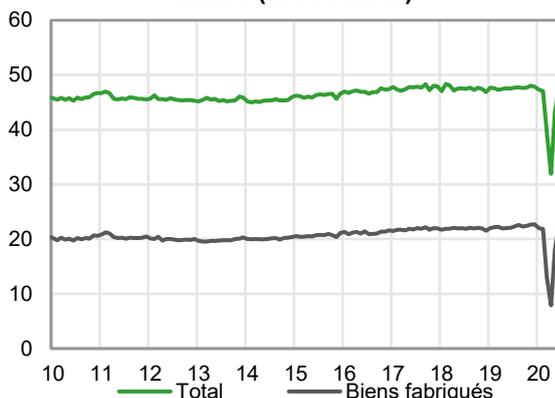
**✓ Notre opinion** – *Les ménages ont porté la phase initiale du rebond et le potentiel de reprise de la consommation reste aujourd'hui contraint par les restrictions auxquelles sont confrontés les secteurs des services. Après une reprise de la demande satisfaite par le déstockage, la production manufacturière se met progressivement en route comme en témoigne l'amélioration des enquêtes dans le secteur. En dépit de la perte d'élan, le niveau de l'activité au T3 se situe bien au-delà du niveau du T2 assurant un rebond significatif du PIB.*

### France : alors que la reprise s'essouffle, la relance se dessine

Après un rebond mécanique en sortie de confinement marqué par la reprise des chantiers et la réouverture des commerces, la reprise de l'activité a ralenti pendant l'été. Les comportements de rattrapage de la consommation observés en mai et juin semblent se calmer comme le montre la consommation des ménages en biens qui ne progresse que de 0,5% en juillet après +35,5% en mai et +10,5% en juin. Elle se situe désormais à un niveau proche de celui d'avant crise, la consommation de services reste cependant plus déprimée.

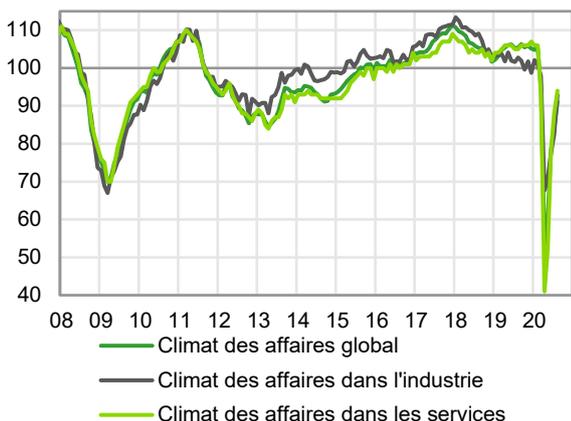
Malgré une nouvelle progression au mois d'août, les indicateurs du climat des affaires de l'INSEE semblent également prendre en compte le ralentissement de la reprise. En effet, tant dans l'industrie que dans les services, la hausse du climat des affaires est majoritairement due à la forte amélioration des soldes d'opinion sur l'activité passée qui s'intéresse aux trois derniers mois. En revanche, les perspectives personnelles de production reculent légèrement en août et l'évolution prévue des effectifs ne progresse que d'un point en restant à un niveau inférieur à sa moyenne historique. De la même manière, l'activité prévue dans les services connaît un léger recul en août. Si le niveau des enquêtes PMI est plus favorable et reste au-dessus de 50 (en zone d'expansion économique), les indices connaissent un léger recul en août et le détail des soldes d'opinion composant les indices transmet des informations similaires montrant une certaine incertitude sur l'avenir. Cette incertitude est notamment due au récent rebond du nombre de cas de Covid-19 et à la mise en place de mesures sanitaires plus strictes au cours des dernières semaines.

**Consommation des ménages en biens (Mds€/mois)**



Source : Insee, Crédit Agricole SA ECO

### Climat des affaires INSEE



Source : Insee, Crédit Agricole SA ECO

Sous condition d'amélioration de la situation sanitaire et de retour de la confiance, la dépense d'une partie de l'épargne accumulée pendant le

confinement et le plan de relance récemment annoncé devraient soutenir la reprise.

En effet, le gouvernement a présenté jeudi son plan France Relance de 100 Mds€. Articulé autour de trois axes (Écologie, Compétitivité et Cohésion), ce plan a pour but de soutenir les entreprises, l'emploi et l'investissement dans la transition écologique. Parmi les mesures marquantes, nous retiendrons notamment les 20 Mds€ de baisse des impôts de production pour les entreprises, qui bénéficieront majoritairement aux PME et ETI, l'investissement en infrastructures vertes (rénovation de bâtiments, transports, énergies vertes...) et les aides à l'emploi (prolongation du chômage partiel pour certaines branches, formation et aides à l'insertion des jeunes). A noter également la mise en place de prêts participatifs pour soutenir la recapitalisation des entreprises, celles-ci s'étant massivement endettées pour faire face à leurs besoins immédiats de trésorerie.

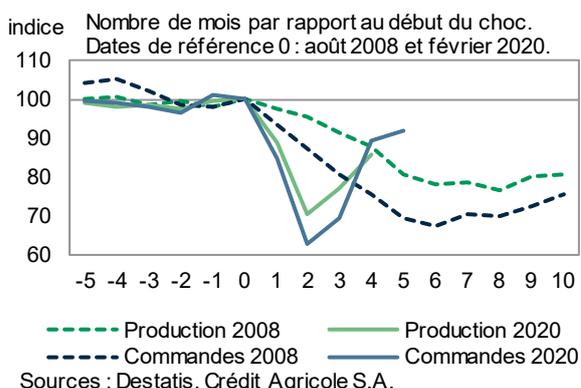
**Notre opinion** – Le plan de relance présenté cette semaine est un clair soutien à l'offre pour les années à venir avec la baisse des impôts de production comme mesure phare en faveur des entreprises. Si on peut s'étonner de l'absence de mesures de soutien à la demande, les ménages disposent d'un important matelas d'épargne accumulé pendant le confinement et qui devrait, en étant dépensé, soutenir la consommation. Ainsi, ce sont 100 Mds€ d'épargne supplémentaire qui pourraient être utilisés dans les prochains trimestres et qui viendront s'ajouter aux 100 Mds€ du plan de relance. Il est toutefois probable que les fortes incertitudes économiques et sanitaires conduiront les ménages à maintenir un niveau élevé d'épargne de précaution. Si le retour à une activité normale reste conditionné par l'évolution de la situation sanitaire, le plan du gouvernement a pour objectif de donner un second souffle à la reprise de l'économie et de la soutenir durablement par des investissements d'avenir en faveur de la compétitivité et de la transition écologique. L'objectif affiché du gouvernement est d'ailleurs d'ajouter 1,5 point à la croissance et de créer au minimum 160 000 emplois en 2021 grâce à ce plan.

Si le financement du plan n'est pas encore détaillé, 40 Mds€ devraient provenir du plan de relance européen approuvé au début de l'été, le reste viendra donc probablement alourdir la dette publique. Le gouvernement refuse ainsi un retour à l'austérité dans les années à venir pour compenser l'explosion de la dette publique due aux mesures de soutien et à la baisse du PIB cette année, et exclut hausses d'impôts et fortes économies en dépenses. Il mise au contraire sur une hausse de la croissance potentielle à moyen terme pour que les investissements d'aujourd'hui créent dans les années à venir la richesse nécessaire à leur remboursement.

### Allemagne : le rebond industriel vient soutenir la croissance du T3

Les commandes industrielles allemandes ont augmenté de 2,8% sur un mois en juillet, après avoir bondi de 28,8% en juin et 10,4% en mai. La croissance des commandes industrielles ralentit légèrement en ce début de troisième trimestre. Ce sont principalement les commandes étrangères, en hausse de 14,4% sur le mois (et notamment en provenance des pays tiers), qui ont tiré l'ensemble des commandes tandis que les commandes domestiques ont chuté de 10,2% sur le mois. Par typologie de biens, ce sont les commandes en biens intermédiaires qui augmentent sensiblement (+9,5% sur le mois) tandis que celles en biens d'investissement reculent (-0,4%) et celles en biens de consommation stagnent (0,2%).

### Industrie : effondrement et rebond plus dynamiques qu'en 2009



Sources : Destatis, Crédit Agricole S.A.

Ces données sur les commandes sont en ligne avec les différentes enquêtes d'activité (indices PMI et enquêtes sur le climat) qui suggèrent un redressement significatif de l'activité industrielle au cours de l'été (cf. notre publication [Allemagne – Conjoncture : PIB au T2-2020](#)) permettant d'esquisser ainsi un rebond prononcé de la croissance au troisième trimestre. La baisse du

nombre de personnes en chômage partiel n'est cependant encore que très graduelle. L'institut Ifo estime qu'environ 1,8 million de personnes dans l'industrie seraient encore concernées par ces mesures contre 2,1 millions en juillet, signe que l'activité ne s'est pas complètement relevée du choc subi.

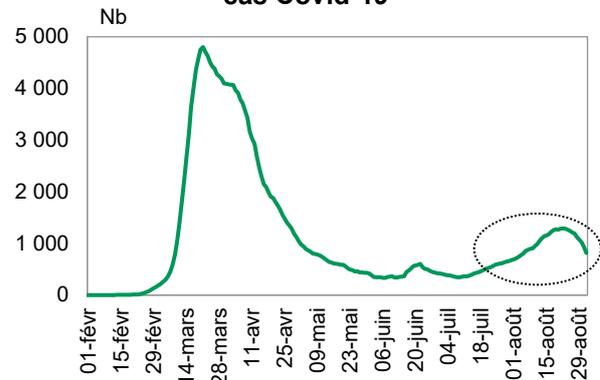
**✓ Notre opinion** – *L'activité industrielle allemande se redresse nettement durant l'été soutenue par une demande solide. Cependant, les commandes industrielles demeurent inférieures de 8,2% à ce qu'elles étaient en février dernier et le nombre de travailleurs à temps partiel reste élevé. La demande extérieure demeure encore fragile et les activités de services donnent des signes de tassement au mois d'août. Au total, le rebond attendu de la croissance pour le T3 pourrait n'être qu'un effet de rattrapage temporaire lié au desserrement des contraintes de production imposées et la croissance ralentir par la suite au T4.*

**👉 Allemagne : une situation sanitaire toujours sous haute surveillance**

La situation sanitaire a quelque peu évolué outre-Rhin avec une recrudescence du nombre de personnes infectées au cours de la période estivale. Le nombre de personnes contaminées par le virus a en effet triplé, passant de 500 cas à la mi-juillet à plus de 1 400 cas au 21 août. La rentrée des classes dans certains Länder au début du mois d'août a parfois été suivie d'une fermeture partielle ou totale dans une douzaine d'écoles où la présence du virus a été décelée, ce qui a eu pour effet d'accroître la vigilance sur la propagation du virus et le dépistage des personnes. Cette résurgence semble liée à la réouverture des frontières à partir de la mi-juin. La proportion de nouveaux cas signalant une probable infection après un séjour à l'étranger augmente significativement depuis cette date pour atteindre 37% autour du 25 août. Les pays des Balkans, la Turquie, l'Espagne, la Bulgarie et la Roumanie ont été le plus souvent cités comme pays d'exposition. Toutefois, cette poussée épidémique n'a été que passagère avec un nombre de cas devenant de nouveau stable autour des 500 personnes à la fin du mois d'août. Sur sept jours cumulés, le nombre de cas pour 100 000 habitants est de 9,3, soit un niveau bien inférieur à 50, le seuil qui a été défini par le

gouvernement comme étant critique et nécessitant la réintroduction de mesures restrictives. Les régions de la Bavière, du Bade Wurtemberg, de Brême, de Berlin et de Hesse sont néanmoins plus à risques avec des taux d'infection plus élevés que la moyenne nationale. Le nombre total de personnes infectées atteint 243 600 personnes et le nombre de décès 9 302 personnes.

**Allemagne : évolution du nombre de cas Covid-19**



Sources : RKI, Crédit Agricole S.A.

**✓ Notre opinion** – *En dépit d'un regain de cas d'infections à la mi-août, la propagation du virus semble néanmoins contenue en Allemagne grâce à un strict respect des mesures de distanciation sociale, d'hygiène et d'interdiction des rassemblements de plus de 1 000 personnes. Le taux de reproduction du virus défini comme le nombre moyen de personnes qu'un individu atteint peut infecter reste limité à 0,89 actuellement. Toutefois, l'institut RKI signale de nombreux foyers d'infections dans le pays à l'occasion d'événements familiaux ou amicaux ainsi qu'un nombre accru de cas de personnes revenant de l'étranger.*

**👉 Italie : détail des comptes nationaux du deuxième trimestre**

La publication du détail des comptes trimestriels par l'Istat n'aura conduit qu'à une légère révision du PIB au deuxième trimestre de -12,4 % à -12,8%. Le repli de l'activité reste historique mais l'Italie semble faire mieux que certains de ses partenaires européens (France et Espagne). En variation annuelle, l'activité a reculé de 17,7% comparativement au même

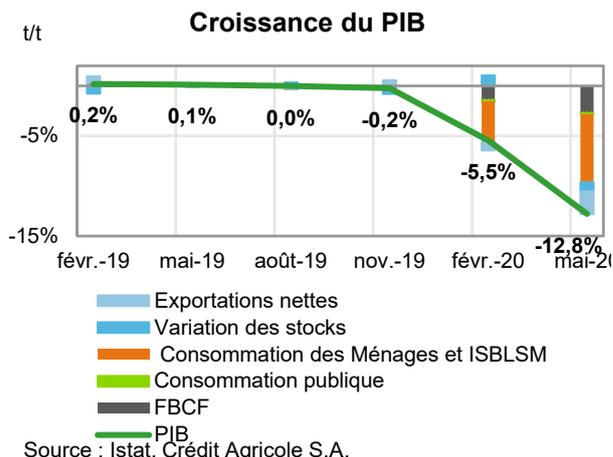
trimestre de l'année passée. L'ensemble des composantes de la demande a baissé laissant un acquis de croissance de -14,7% pour le premier semestre. La contribution de la demande nationale a amputé le PIB de -9,5 points de croissance tandis que la contribution des exportations nettes et des stocks a été respectivement de -2,4 et -0,9 points.

Bien qu'historique, la baisse de la consommation s'est révélée moins importante qu'attendu en partie grâce à une reprise plus dynamique au cours de la période de déconfinement. Les dépenses de consommation finales ont ainsi diminué de 8,7% pénalisées par une baisse de la consommation des ménages et ISBLM de -11,3% alors que la consommation publique a reculé de -0,9%.

La consommation de biens durables a enregistré la plus forte contraction. Après avoir baissé de -14,5% au premier semestre, elle a décliné de 21,1% au cours du deuxième trimestre (par rapport au trimestre précédent). Elle est suivie par la consommation en services (-15,8% d'un trimestre sur l'autre) et en biens de consommation semi-durables (-15,1%), tandis que la poursuite des achats de biens de première nécessité malgré le confinement a permis de limiter la baisse de la consommation de biens non durables (-4,4%).

L'investissement a reculé de 14,9%, pénalisé par le fort recul de l'investissement productif (-17%) et de la construction (-19%). L'investissement en matériel de transport a enregistré la plus forte dégradation (-20,3%) alors que la composante investissement immatériel s'est globalement maintenue (-0,9%). La baisse des exportations a été plus marquée que celle des importations avec -26,4% pour les premières et -20,5% pour les secondes.

Enfin du côté de l'offre, les secteurs ayant enregistré les baisses les plus importantes sont, d'une part, la construction qui a accusé un repli de sa valeur ajoutée de 22% et l'industrie qui a reculé de 19,8%. La baisse dans le secteur tertiaire a été moins importante (-11,3%) mais elle masque des disparités importantes entre les branches avec une baisse de plus de 20% de la valeur ajoutée dans les activités de commerce, transport, restauration et activité de recherche compensée par une diminution moins marquée de la valeur ajoutée dans les activités financières et de télécommunication.



**Notre opinion** – Face aux baisses de PIB affichées en zone euro, le premier pays à avoir été victime de la crise sanitaire fait mieux que ce que l'on pensait. La comparaison ne doit cependant pas masquer le caractère exceptionnel des chiffres que nous observons même si depuis quelques mois, ils semblent se parer d'une forme de normalité. Pourtant, elle masque une sombre réalité. Au cours du deuxième trimestre, plus de 45% du système productif a été mis à l'arrêt. La baisse du PIB est également la plus importante jamais enregistrée depuis 1995.

**Italie : une rentrée politique mouvementée ?**

L'agenda politique de la rentrée s'annonce serré et pourrait apporter son lot de surprises. D'ici le 20 octobre, le gouvernement est appelé à finaliser le décret de prolongement des mesures de soutien annoncées en août, à s'atteler à la mise à jour du document de cadrage des finances publiques, à s'accorder sur les grandes lignes du plan de relance, en tenant compte également de l'avis du Parlement, des autorités locales et des associations professionnelles, et à mettre sur papier la prochaine loi budgétaire.

Parallèlement à ce marathon législatif, deux échéances électorales se profilent : le vote du référendum sur le nombre de parlementaires et les élections régionales et municipales qui pourraient redessiner une nouvelle carte politique du pays. Le Val d'Aoste, la Campanie, la Ligurie, les Marches, les Pouilles, la Toscane et la Vénétie seront amenés à se choisir un nouveau président de région et certaines d'entre elles pourraient basculer de l'autre côté de l'échiquier politique. Après l'Emilie Romagne, le centre gauche est challengé sur un de ses fiefs historiques : la Toscane où la candidate de

centre-droite, Susanna Ceccardi, est au coude à coude avec Eugenio Giani. L'issue des régionales en Toscane sera probablement très commentée mais si le centre-droit venait à remporter les élections, la perte de la région revêtirait une dimension plus symbolique qu'un réel séisme politique. L'issue des régionales n'en est pas moins cruciale. Le centre-gauche, qui était déjà à la tête de 4 régions sur les 6 organisant des élections, se verrait fortement affaibli s'il les cédait toutes à la droite. Dans un contexte de coalition fragile, un tel scénario, même s'il reste peu probable, pourrait pénaliser le gouvernement. Dans les coulisses de l'élection en Vénétie, la victoire annoncée de Luca Zaia, gouverneur sortant de la Ligue, qui se présente avec sa propre liste pourrait se révéler bien plus structurante que ce qu'il n'y paraît. Crédité de 75% des voix, soit 11 points de plus que la liste présentée par la Ligue, il pourrait faire de l'ombre au président du Carroccio. Fabulation des médias d'un duel annoncé entre Salvini et Zaia, la défection de près de 30% des adhérents de l'ancien parti lors de la création de la nouvelle ligue rebaptisée « Ligue pour

Salvini Premier » semble indiquer que la redéfinition du parti amorcée par Mattéo Salvini ne semble pas si acquise et que le Nord n'a pas dit son dernier mot. La droite n'a pas fini de nous surprendre.

En ce qui concerne le référendum, les Italiens devront décider de la réduction du nombre de leurs parlementaires. Ce qui devait être une simple formalité, s'invite avec force dans le débat de la rentrée. Le camp du non essaie de se mobiliser mais reste très hétérogène allant de membres de la Ligue, au PD en passant par le mouvement des sardines. L'enjeu reste donc plus interne aux familles politiques qu'entre les familles politiques. Pour le PD, la question est complexe. Après s'y être longuement opposé, le parti s'était en effet résolu à appuyer la réduction du nombre de parlementaires condition sine qua non pour obtenir un accord avec le M5S. Le débat n'est pas tranché et certains membres de la gauche continuent d'avoir des interrogations sur les conséquences de cette réforme, en termes de représentativité d'une part, mais surtout de par ses conséquences sur une

possible réformes électorales. Le parti devrait clarifier sa position le 7 septembre. Pour ce qui est de la Ligue, le Carroccio a voté à quatre reprises en faveur de la réforme, elle-même née d'un projet de loi de Calderoli. Mais deux fidèles disciples de Matteo Salvini, Claudio Borghi et Alberto Bagnai, ont explicitement annoncé qu'ils choisiraient le non. Ils pourraient être imités dans le secret des urnes par des membres du parlement et d'autres cadres du Parti. Pour Forza Italia de Silvio Berlusconi et Italia Viva de Matteo Renzi, tous deux ont annoncé pour le moment qu'ils ne donneraient pas d'instructions de vote.

Le débat devrait alimenter le bruit politique en septembre mais les jeux semblent être faits. Une victoire du non, bien que cette hypothèse ne soit que peu probable, se révélerait être un véritable camouflet pour le M5S qui en a fait son cheval de bataille. Elle finirait par asséner le coup de grâce à un parti qui fond comme peau de chagrin dans les sondages.

**✓ Notre opinion** – *Dans ce contexte, la survie du gouvernement est-elle en jeux ? Par le jeu de forces contraires, Conte II se retrouve dans une position d'équilibre stable. Même affaiblie, la coalition n'a pas intérêt à remettre en cause l'accord de gouvernement. Pour le M5S, sa position dans les sondages ne lui confère pas le luxe de se confronter aux urnes. Avec l'adoption du plan de réforme qui se profile fin septembre et le déblocage des fonds européens, le Parti démocrate ne se risquerait pas quant à lui à mettre un terme à ce gouvernement, d'autant qu'en matière de politique publique ce dernier possède la technicité et l'expérience pour prendre l'ascendant sur son partenaire. Pour finir, l'agenda constitutionnel annule toutes probabilités d'élections anticipées. En effet, tant que la réforme de réduction des parlementaires n'est pas finalisée, il est difficile pour le président Mattarella de convoquer des élections, d'autant que la loi électorale devrait être amendée. En outre, l'élection présidentielle de 2022 gèle constitutionnellement pendant les six mois qui la précède toutes élections. La législature actuelle pourrait donc survivre jusqu'au printemps 2022.*

### Espagne : propagation du virus, situation des hôpitaux sous contrôle

Le nombre de cas de personnes positives au Coronavirus en Espagne a augmenté de 8 959 ce jeudi, ce qui place le total au-dessus de 488 000, dont 3 607 ont été diagnostiqués au cours des dernières 24 heures, selon le dernier rapport du ministère de la Santé. En outre, le bilan des morts ajoute 40 nouveaux décès, ce qui laisse le total depuis le début de la pandémie à 29 234. La courbe épidémiologique du virus est en hausse depuis mi-juillet, une augmentation constante de la transmission inégalement répartie dans le pays, attribuée à la mobilité pendant les vacances d'été. Le bilan journalier indique que 5 403 patients ont présenté des symptômes au cours des sept derniers jours, (-191 sur une semaine). Cet indicateur montre une augmentation constante depuis la mi-juin, où il s'affichait à moins de 200 cas.

Bien que la COVID-19 ne se propage pas à travers toutes les communautés à un rythme similaire, les cas augmentent dans tout le pays. Malgré cela, le ministère insiste sur le fait que l'augmentation des infections est légère et assure que au niveau

national, l'épidémie n'est pas incontrôlable. Avec 1 200 cas positifs, Madrid cumule 33% des infections diagnostiquées hier, suivie du Pays basque qui ajoute 564 cas. Jusqu'à présent, le ministre de la Santé, Salvador Illa, exclut un confinement dans la communauté.

L'Espagne est le neuvième pays au monde avec le plus d'infections et le huitième en nombre de décès, ce qui a conduit le gouvernement à décréter la fermeture des boîtes de nuit et à interdire de fumer dans les espaces publics sans distance de sécurité, en plus de recommander de limiter au maximum les contacts sociaux. Pourtant, les admissions dans une unité de soins intensifs la semaine dernière ont été de 144, avec un total de 12 409 personnes qui ont eu besoin de soins intensifs. La situation des hôpitaux qui soignent des patients atteints de COVID-19 reste moins compliquée qu'au printemps, même si Madrid (16%) et l'Aragon (12%) doublent la moyenne nationale pour le niveau d'occupation des lits avec ces patients, qui se situe à 6%.

**Notre opinion** – Sous l'hypothèse d'un épisode viral avec des nouveaux foyers contrôlés, qui exclut un nouveau confinement généralisé de l'économie, le ministère de l'Économie attend une reprise au-dessus de 10% au troisième trimestre, après la chute historique de 18,5% entre avril et juin. En effet, des indicateurs tels que la hausse des dépenses en cartes de crédit ou la baisse progressive des travailleurs concernés par un dossier de régulation du travail temporaire (ERTE, qui ont passé le pic d'environ 3,4 millions à moins d'un million) suggèrent une reprise assez forte de l'activité. Pourtant, le rebondissement ne se déroule pas avec la même intensité dans tous les secteurs ou dans tous les territoires. Le secteur du tourisme et certains segments de l'industrie hôtelière ont été plus durement touchés en raison de la baisse de la demande mondiale et des mesures de restriction qui sont toujours en vigueur pour contenir la propagation de contagions. La prolongation des ERTE pour ces secteurs (dont la date limite actuellement prévue est le 30 septembre) n'est pas encore confirmée mais une décision est attendue la semaine prochaine. Le marché du travail montre également des signes d'amélioration : le gouvernement comptabilise une augmentation de 333 000 affiliations au régime général et 19 000 nouveaux travailleurs indépendants en juillet et août.

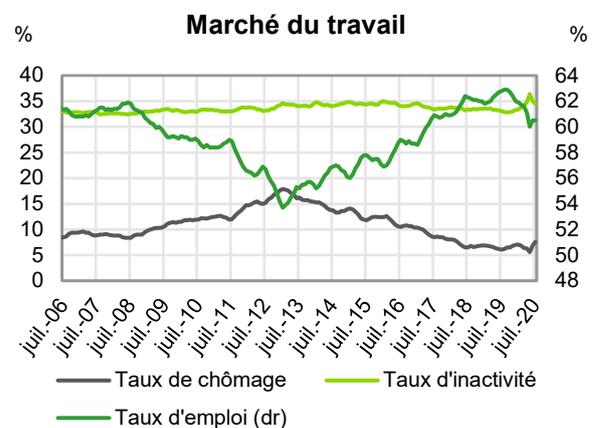
**Portugal : progression du chômage en juillet**

Le nombre de personnes en emploi a progressé légèrement en juillet. Estimé à 4,67 millions d'individus, il affiche une croissance de 0,1% par rapport à juin et un recul de 3,5% sur un an. Le taux d'emploi se maintient à 60%, inchangé par rapport à juin (-2,3% sur un an).

Le taux de chômage s'affiche à 8,1% en juillet (7,3% en juin) en raison d'une augmentation significative du nombre de chômeurs (10,6% par rapport à juin, 28,5% par rapport à mai 2020). Le nombre de travailleurs inactifs a reculé sur un mois (-1,5%) mais affiche une croissance de 4,3% sur un an. Le taux d'inactivité atteint 34,7% en juillet.

En juillet 2020, l'estimation provisoire de la sous-utilisation de la main-d'œuvre s'élevait à 0,84 millions d'individus, ayant augmenté de 1,6% (+13 000) par rapport à l'estimation de juin 2020 et de 21,3% (+148 000) à l'estimation de juillet 2019. L'estimation provisoire de la sous-utilisation de la main-d'œuvre de juillet 2020 s'élevait à 15,7% et a

augmenté de 0,2 pp par rapport au mois précédent, de 2,3 pp par rapport au mois d'avril de la même année et de 2,8 pp à partir de juillet 2019.



Source : INE, Crédit Agricole S.A.

**Notre opinion** – Le passage de l'état d'urgence à l'état de calamité et, depuis juillet, à l'état d'alerte, pour la généralité du pays, a dicté une certaine normalisation du marché du travail en raison de l'assouplissement des restrictions à la mobilité des personnes et à l'activité des entreprises. Entre février et juin, la population active a diminué de 3,5% et, sur la même période, la population au chômage a augmenté de 11,7%, ce qui a entraîné une augmentation de 0,9 point du taux de chômage et de 3,1 points du taux de sous-utilisation de la main-d'œuvre, qui s'élevait, en juin, à 15,5%, soit 828 800 personnes, dont 370 300 chômeurs et 286 100 inactifs disponibles mais ne cherchant pas de travail. Les enquêtes ESI signalent une amélioration significative des perspectives d'embauche dans tous les secteurs d'activité, même si aucun indicateur atteint encore les niveaux de février 2020.

## Pays émergents

### Russie – Croissance et politique

Le pays est dans une situation très paradoxale en termes de risques pays, car la situation doit s'analyser à trois niveaux, en gardant en tête l'articulation court terme/long terme (ce qui est, à vrai dire, une gageure en ce moment, car l'analyse est obscurcie par l'immense incertitude conjoncturelle globale de court terme). Les trois niveaux sont : le bilan macro-économique de la crise Covid ; le bilan en matière de risque souverain ; et le bilan politique et social.

#### Le bilan Covid

Sur un fond sanitaire plutôt stable en ce qui concerne la courbe épidémique, et une promesse par le pouvoir d'une prochaine vaccination de masse, la Russie fait partie des pays qui, à ce jour, s'en sortent plutôt bien en ce qui concerne le choc macro-économique (mais il ne s'agit évidemment que d'un point d'étape et non d'un diagnostic définitif). Les prévisions de croissance pour la fin 2020 risquent plutôt d'être révisées à la hausse. Les points positifs se concentrent autour de la reprise de la demande, avec notamment des ventes au détail dont la baisse n'est plus que de 2,6% en juillet, et qui pourraient être à nouveau dans un univers positif dès le mois d'août. Les ventes d'automobiles ont augmenté en juillet de 6,8%, soit la première hausse depuis avril. Et le chômage a peu bougé, à 6,3%.

Cette reprise de la confiance des consommateurs s'explique par des facteurs conjoncturels, du type hausse des crédits à la consommation (+13% a/a en juillet), mais aussi par le comportement économique traditionnel des Russes en temps de crise, généralement très court-termistes (notamment parce qu'ils redoutent les fréquentes dépréciations monétaires), avec des retournements rapides de consommation, là où les Asiatiques sont plus épargnants. Enfin, la Russie a bénéficié d'un effet « grand-pays » car la hausse du tourisme local a permis de stimuler la demande tout en contribuant favorablement à la balance des paiements (car la balance touristique est structurellement déficitaire dans ce pays, les Russes voyageant beaucoup à l'étranger). De fait, le solde courant est resté légèrement positif au deuxième trimestre.

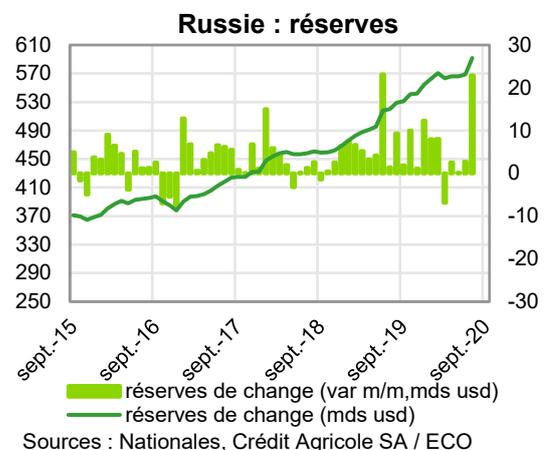
Le tableau encourageant de la demande est à mettre en regard avec un bilan moins bon du côté de l'offre, marquée à la fois par le confinement mais aussi par la question pétrolière. La production industrielle baisse encore de 8% a/a en juillet, mais la chute est beaucoup plus nette sur les industries extractives (-15%) que sur l'industrie manufacturière (-3,3% contre un point bas de -10% en avril).

Au final, le bilan du premier niveau d'analyse (l'impact économique du Covid) n'est donc pas mauvais en termes relatifs, surtout si on le compare à d'autres pays européens. Une chose est donc certaine, la récession (encore difficile à situer entre -5% et -3,5%)

sera bien moins forte pour la Russie en 2020 qu'en 2009. En revanche, l'impact Covid sera sans doute plus négatif à moyen terme, car le rebond de la croissance risque d'être plus contenu que dans d'autres pays, lié notamment à la faiblesse de l'investissement.

#### Le bilan souverain

L'influence de tout cela sur le deuxième niveau d'analyse, à savoir le risque souverain, est plutôt favorable. L'un des principaux risques est désormais fiscal, domaine dans lequel on manque encore de visibilité, et cela va être l'un des déterminants de la politique monétaire (dont l'objectif d'inflation est toujours de 4%, avec un niveau de 3,4% a/a à fin juillet). Le tableau souverain russe est donc très correct, avec une dette publique qui devrait rester limitée, pas de signaux de fuites de capitaux, et des réserves globales à 591,7 Mds USD à fin juillet (dont 144 Mds d'or) contre 562 Mds à fin janvier (115 Mds d'or). Pas de doute, sur le second niveau d'analyse, la Russie s'en sort également bien, avec cependant une surveillance particulière à maintenir sur les équilibres du secteur bancaire (mais cela va être le cas dans tous les pays).



#### Le bilan politique

Reste le troisième niveau de risques : la politique, le social, la géopolitique. Là, on le sait, l'espace Russie-Bélarus n'a cessé d'occuper l'actualité internationale cet été, des manifestations biélorusses à l'affaire Navalny. Mais pour la Russie, il faut lire le risque politique sur le long terme pour en comprendre l'importance, car la grogne sociale se déploie en fait depuis des années, y compris au sein des sphères traditionnellement pro-poutine (manifestations de retraités il y a deux ans, alors qu'en 2012, les manifestations avaient peu agité ce genre de public).

Rappelons que la réforme de la constitution a été adoptée début juillet, ouvrant la voie à une prolongation du mandat présidentiel jusqu'en 2036,

mais que les manifestations ont été violentes à Khabarovsk le même mois, à la suite de l'arrestation du gouverneur local S. Furgal. Aujourd'hui, elles se poursuivent un peu partout en Russie (surtout sur internet, ou sous forme de « piquets solitaires »), déclenchées par l'affaire Navalny. Celle-ci est en train de prendre des proportions très graves avec les accusations allemandes, et les marchés ont bien capté le risque de nouvelles sanctions internationales : avec le mot Novichock et les demandes d'explications de la chancelière allemande, le rouble a brièvement décroché. Cela prouve, s'il le fallait, que

la devise russe incorpore désormais une importante prime de risque politique et géopolitique, qui se redéploie au moindre risque. En fait, la déclaration d'A. Merkel rappelle singulièrement celle de Theresa May au moment de l'affaire Skripal, mais cette fois, il s'agit de l'Allemagne, et du principal opposant au pouvoir... La situation politique intérieure russe est donc réellement tendue, et les élections régionales du 13 septembre peuvent être agitées, surtout si la question Bélarus conduisait à une ingérence russe plus visible, ce qui serait un scénario très dangereux.

**☑ Notre opinion** – *A ce jour, en Russie, le bilan économique de la crise Covid est moins mauvais qu'on ne pouvait le craindre. Tandis que la courbe épidémique est orientée à la baisse, avec une forme assez régulière, la demande des ménages reprend, même si l'offre reste marquée par la forte chute de production des industries extractives (une situation assez inverse à celle de la Chine, et plutôt inflationniste). En revanche, le risque politique ne cesse de s'accroître à mesure que s'accumulent des événements qui tous, pointent une forme de fatigue politique au Kremlin. Quant à l'image de la Russie sur la scène internationale – et avec elle le soft power de ce pays – elle est à nouveau assombrie par un nom de plus sur la liste tout simplement ahurissante d'affaires d'empoisonnement de citoyens russes.*

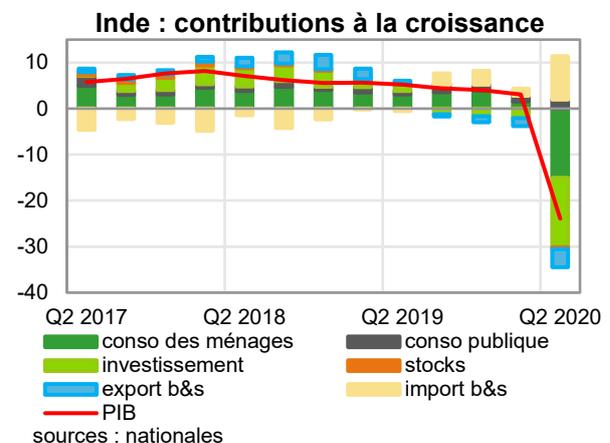
 **Inde : effondrement de la croissance au deuxième trimestre**

Jamais l'Inde n'avait enregistré de performances si catastrophiques. Le PIB s'est ainsi effondré de 23,9% au deuxième trimestre – le premier pour l'année fiscale indienne qui débute en avril – en glissement annuel. Toutes les composantes de la croissance, tous les secteurs sont touchés, plus ou moins sévèrement.

Malgré un confinement très strict de plus de soixante jours, l'Inde ne parvient pas à endiguer la crise sanitaire : le nombre de cas a explosé (3,6 millions, avec 70 000 nouveaux cas par jour) et, de l'avis des experts, reste largement sous-évalué. Cette situation a eu un impact massif sur l'activité industrielle et la construction, ainsi que sur le secteur des services, à l'exception des plus digitalisés (banque, finance) qui ont un peu mieux résisté. Seul le secteur primaire affiche une croissance positive, grâce à des conditions climatiques plutôt favorables.

Du côté des contributions, la consommation des ménages, moteur traditionnel de la croissance indienne, figure parmi les segments les plus touchés. La faute encore une fois au confinement très strict et surtout à la situation sur le marché du travail, qui a considérablement dégradé les revenus des ménages. Alors qu'on estime qu'un million de jeunes rejoignent chaque mois le marché du travail, environ 20 millions d'emplois – soit 20% de leur nombre total – auraient déjà été perdus dans le secteur formel. Or, ces derniers sont essentiels dans un pays où 90% de la population active ne possède pas de contrat de travail, car ils permettent aux ménages qui en bénéficient d'accéder au marché du crédit, ainsi que de leur assurer un niveau de protection sociale supérieur. A cela s'ajoutent bien sûr les pertes du secteur informel, comprenant notamment les travailleurs migrants, beaucoup plus difficiles à quantifier.

La contribution de la consommation atteint ainsi -15pp au deuxième trimestre, tout comme celle de l'investissement, qui pâtit de l'arrêt de l'activité dans les secteurs de l'industrie et de la construction, ainsi que du climat d'incertitude généralisée lié à la gestion hasardeuse de la crise sanitaire.



Enfin, si les résultats du commerce extérieur peuvent paraître plus positifs, ils sont en réalité à rapporter à la taille du secteur extérieur du pays. Importatrice nette, l'Inde est de surcroît encore peu intégrée dans le commerce mondial. Elle profite donc de la baisse généralisée du prix des matières premières, et en particulier de celle du pétrole, qui représente 25% de ses importations. En valeur absolue, les exportations se sont en réalité effondrées de 30% au deuxième trimestre en glissement annuel, même si les chiffres des mois de juin et de juillet indiquent un redressement de la situation.

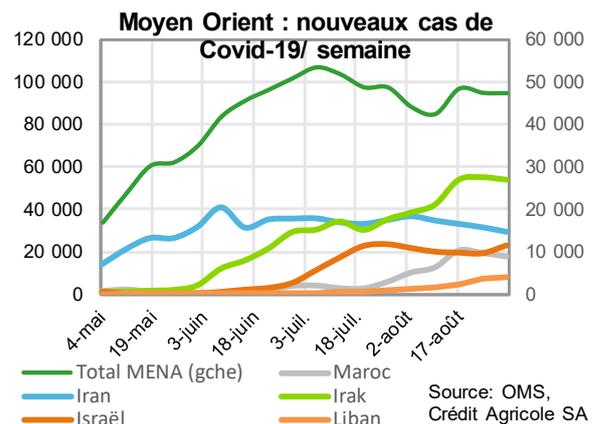
**Notre opinion** – *Devant la débâcle économique annoncée, le Premier ministre Modi peine à trouver des solutions de relance satisfaisantes. Un plan chiffré par les autorités indiennes à un peu plus de 245 Mds de dollars a bien été annoncé en mai, mais il repose essentiellement sur des garanties de l'État et des aides d'urgence aux plus pauvres. Malgré les déclarations de Krishnamurthy Subramanian, Premier conseiller économique du gouvernement, qui anticipe une reprise en V pour l'économie indienne, les données déjà disponibles pour le troisième trimestre ne semblent pour l'instant pas tendre dans cette voie.*

*Chaque mois d'activité perdu se paye pourtant cher dans ce pays déjà marqué par des difficultés budgétaires, qui aurait tant besoin des entrées fiscales liées au redémarrage pour relancer la machine et injecter un peu d'aides budgétaires dans les rouages de l'économie. Et ce d'autant plus que la Banque centrale indienne, très sollicitée pour soutenir l'activité durant le confinement, a des marges de manœuvre limitées par une inflation persistante – même si surtout alimentée par la hausse des composantes volatiles, comme les biens agricoles – et un secteur bancaire miné par les créances douteuses. Il faut aussi composer avec le système fédéral et les tensions entre États et gouvernement central sur les mesures sanitaires. Après un long bras de fer, le chef du gouvernement de Delhi a ainsi, enfin, obtenu la réouverture du métro, après cinq mois d'arrêt. Un premier petit pas vers la normalisation.*

**Moyen Orient – Afrique du Nord : contenir la pandémie de coronavirus s'avère difficile dans certains pays**

En juillet et août dernier, l'objectif de limiter une seconde vague de coronavirus au Moyen-Orient est en passe d'être atteint dans un grand nombre de pays, notamment les pays du Golfe Persique où l'inversion de la courbe du nombre de nouveaux contaminés est réelle. C'est le cas, semble-t-il également de l'Égypte, où ce nombre est passé de 10 000 en juin à environ 1 000 par semaine. En revanche, cette tendance ne se poursuit plus dans au moins cinq pays qui montrent des signes préoccupants de forte remontée des cas et donc de reconfinement partiel d'une partie de leur population. C'est notamment le cas en Irak, au Maroc, au Liban et en Israël. L'Iran, de son côté, connaît une baisse de l'expansion de la pandémie mais pas assez significative pour contenir au global le nombre de contaminés qui pourrait dépasser le seuil de 400 000 fin septembre. Au Moyen-Orient et en Afrique du Nord, le ratio de décès sur contaminés reste très contenu à 2,6% en moyenne. En revanche, la recrudescence du nombre de cas est plus préoccupante dans les pays où

cela est constaté. Les conséquences économiques d'un reconfinement pourraient affecter un peu plus des économies déjà en récession.



**Notre opinion** – *A ce stade, l'impact économique plus fort sur ces pays, notamment en termes de croissance du PIB, s'avère difficile à chiffrer. Les cinq pays ci-dessus vont connaître des récessions en 2020 qui s'étalent, selon nos prévisions, entre 4% pour le Maroc et 18% pour le Liban. Un reconfinement total ou partiel pourrait accroître ces contractions d'activité.*

**Liban : le coût de l'explosion dans le port de Beyrouth s'élève entre 13% et 16% du PIB**

Selon la Banque mondiale, le coût global de l'explosion dans le port de Beyrouth (qui a fait 190 morts et 6 000 blessés) se chiffre entre 6,7 et 8 milliards de dollars ; 60% pour les destructions elles-mêmes et les 40% restant pour ses conséquences économiques. Ce montant représente la somme considérable de 13% à 16% du PIB du Liban (sur la base d'un PIB à 50 Mds USD en 2020 après dévaluation de la livre). Ce pourcentage donne une idée de l'ampleur de cette catastrophe industrielle pour un seul pays. La question centrale est celle du

financement de la reconstruction alors que l'État, surendetté, en défaut de paiement et en rupture de négociations avec le FMI est incapable de trouver les fonds nécessaires. A ce stade, l'aide de la communauté internationale menée par la France s'élève à 253 millions d'euros, un montant certes élevé mais encore très modeste par rapport aux besoins colossaux pour une reconstruction rapide.

**☑ Notre opinion** – *L'État est endetté à fin 2019 à hauteur de 170% du PIB (avant dévaluation de la livre). Malgré la prise en charge probable d'une partie du sinistre par les compagnies d'assurances dommages, l'essentiel de la charge devrait reposer sur les finances publiques ce qui devrait complexifier les négociations de restructuration de dette avec le FMI et les bailleurs de fonds internationaux.*

**👉 Tunisie : un nouveau Premier ministre et un gouvernement de technocrates pour répondre aux défis économiques**

Le ministre de l'Intérieur Hichem Mechichi a été nommé Premier ministre en remplacement d'Elyes Fakhfakh qui a démissionné fin juillet. Approuvé par l'Assemblée, c'est le troisième candidat à ce poste depuis les élections de décembre dernier. Le président Kaïs Saïed, président indépendant, se serait fortement impliqué pour faire approuver par un Parlement particulièrement divisé, un gouvernement de technocrates peu liés aux partis politiques. Les

ministres nommés sont effectivement des technocrates peu liés à la politique. Le gouvernement a défini cinq priorités dont la plus urgente est de mettre fin à l'hémorragie des comptes publics et de redresser l'équilibre budgétaire. Une réforme de la fonction publique est également envisagée sans que la réduction du nombre de fonctionnaires ait été véritablement annoncée à ce stade.

**👉 Nigéria : le double choc du coronavirus et de la chute des revenus du pétrole**

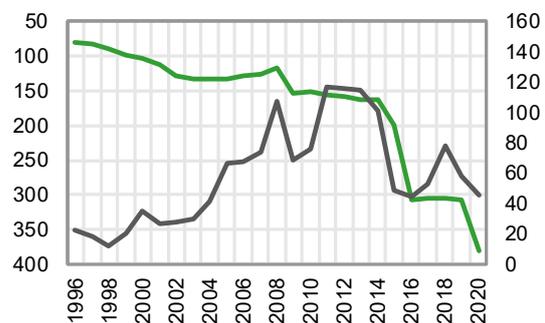
Le Nigéria poursuit l'assouplissement des mesures de distanciation sociale avec la reprise des vols internationaux et la réouverture des universités et écoles dans la région de Lagos prévues pour septembre. Au niveau national, le bilan s'établissait à 54 008 cas pour 1 013 morts au 1<sup>er</sup> septembre. Le nombre de contaminations et de morts étaient en baisse de respectivement 38% et 54% entre juillet et août. Fin août, le Nigéria n'avait réalisé que 1,9 test pour 1 000 habitants, contre 61 en Afrique du Sud et 8,2 pour le Kenya. Néanmoins, la progression de l'épidémie y semble, pour le moment, relativement maîtrisée, malgré un déconfinement dicté par la nécessité économique.

L'assouplissement des mesures anti-COVID débuté en juin n'empêchera pas un choc économique violent cette année. Le pays est confronté à de multiples crises : une crise sanitaire, l'effondrement du prix et de la production de pétrole et donc du commerce extérieur. Au deuxième trimestre 2020, le PIB a chuté de 6,1% par rapport à 2019, après avoir crû de 1,87% au premier trimestre. Cela pourrait conduire le pays à connaître en 2020 sa plus forte récession depuis 1983 : le FMI prédit une récession de 5,4%. La chute des cours du pétrole, débutée avant l'épidémie de COVID-19, en est la première cause. À 1,69 million de barils/jour la production journalière de pétrole a chuté de 18% par rapport à la moyenne du deuxième trimestre des cinq dernières années en raison des quotas imposés par l'OPEP+. Bien que ne représentant que 10% du PIB, le secteur pétrolier représente plus de 90% des recettes en devises du pays. Le reste de l'économie, l'agriculture (25% du PIB), les services (légèrement plus de 50% du PIB) et l'industrie (environ 15% hors hydrocarbures), exporte peu.

Dès le début 2019, la contraction des exportations a conduit à une dégradation de la balance courante, créant un déficit entretenu depuis mars 2019. Les

réserves de changes du pays ont chuté de 25% entre mars 2019 et mars 2020. La Banque centrale a réagi en dévaluant le naira en mars, puis en août, lui faisant perdre un quart de sa valeur face au dollar cette année. Assisté par une aide du FMI de 3,4 milliards de dollars, les réserves de changes ont récupéré 6% entre mars et juin.

**Nigeria: change et pétrole**



Source : Reuters, Refinitiv, Credit agricole sa  
 — NGN / USD (gche)  
 — prix pétrole (dte)

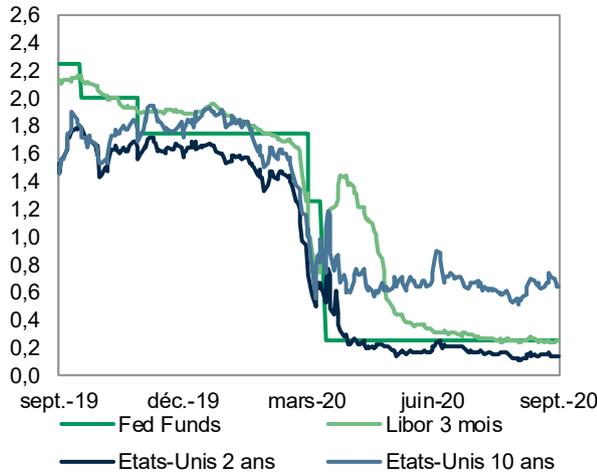
Par conséquent, l'inflation devrait dépasser les 12% en 2020, contre 11,2% en 2019, au delà de l'objectif d'inflation fixé entre 6% et 9%. Cette faible dégradation de l'inflation au deuxième trimestre s'explique par une forte contraction du PIB hors-hydrocarbures, secteur habituellement en croissance. Celui-ci a chuté de 6% en raison du confinement débuté fin mars. Le taux de chômage a atteint 27,1% au deuxième trimestre contre 23,1% au troisième trimestre 2018, avec 28,6% de la population en situation de sous-emploi. La forte croissance démographique nigériane devait produire 2 millions de nouveaux pauvres en 2020. Avec la pandémie, ce chiffre serait de 7 millions, soit un total de 42,5% de la population.

☑ **Notre opinion** – Sans remontée du prix du pétrole, la croissance devrait être faible en 2021. En effet, la marge de manœuvre des pouvoirs publics pour relancer la croissance est limitée. L'action de la Banque centrale est contrainte par la tension sur le taux de change et l'inflation. Une politique de préservation des réserves de change contraindra les importations pour l'industrie et l'agriculture. Le pétrole fournit plus de 50% des recettes fiscales du pays. Privé de ces revenus, le gouvernement devrait voir ses recettes chuter de 8% du PIB en 2019 à 5% du PIB en 2020, engendrant un déficit à hauteur de 3,6% du PIB. Peu endetté, à hauteur de 23% du PIB en 2019, projeté au-dessus de 30% en 2020, le gouvernement nigérian aura néanmoins des difficultés à mobiliser de nouvelles ressources. L'augmentation de la base fiscale, très restreinte au Nigéria, par l'augmentation de la TVA est possible mais difficile en raison de la fraude. Par ailleurs, le pays fait historiquement face à un coût élevé du service de la dette. Dans ce contexte de crise, les prêteurs multilatéraux semblent la source de financement la plus crédible, nécessaire pour éviter une crise de liquidité.

## Tendances à suivre

### Taux d'intérêt en dollar américain

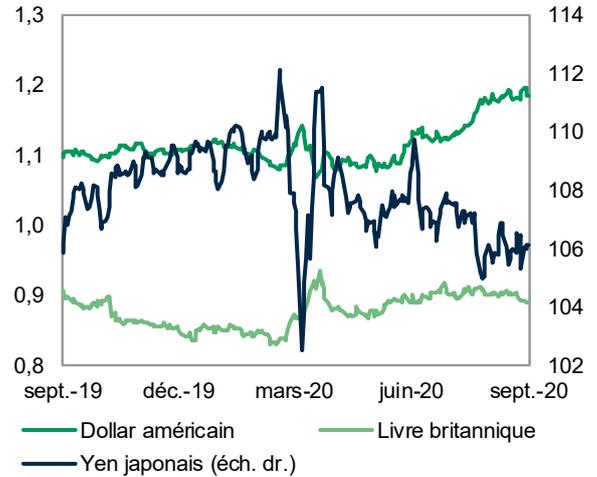
%, interbancaire (Londres) et souverains (Etats-Unis)



Source : Thomson Reuters

### Taux de change des principales devises

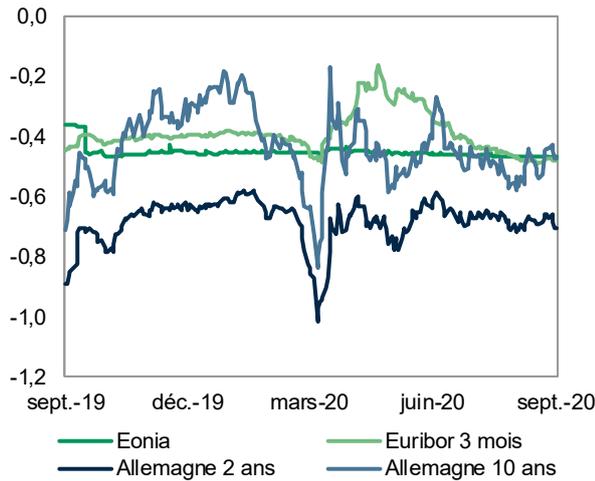
EUR/USD, EUR/GBP et USD/JPY



Source : Thomson Reuters

### Taux d'intérêt en euro

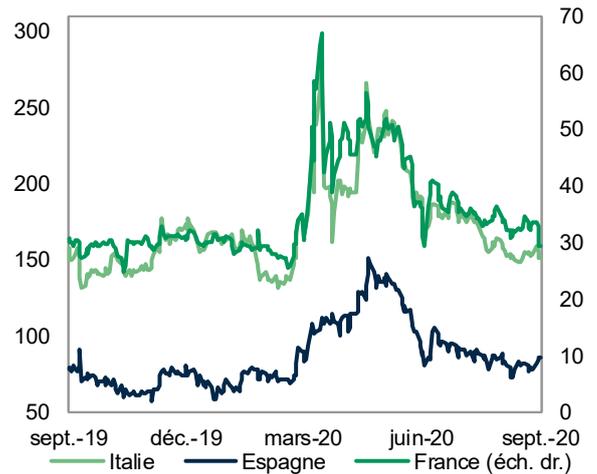
%, interbancaires (Londres) et souverains (Allemagne)



Source : Thomson Reuters

### Spreads souverains européens avec le Bund

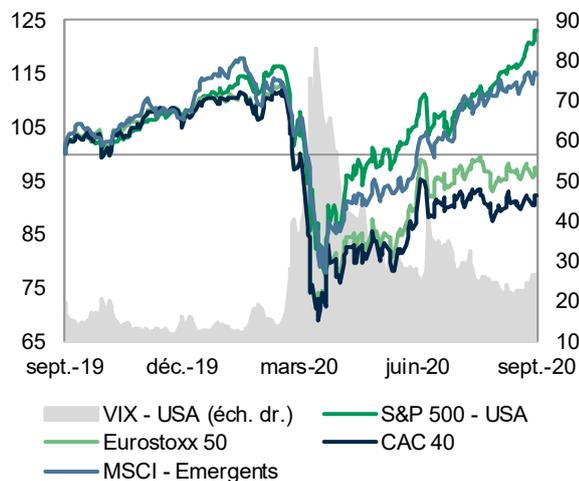
Pdb, dette en EUR à dix ans



Source : Thomson Reuters

### Marché actions

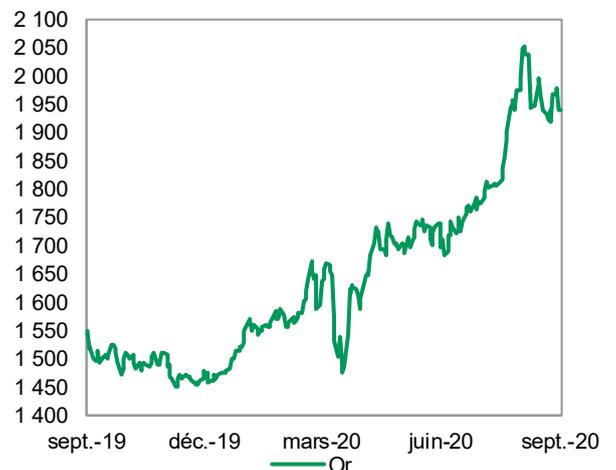
Indice boursiers (100 = début de période) et volatilité VIX



Source : Thomson Reuters

### Cours de l'once d'or

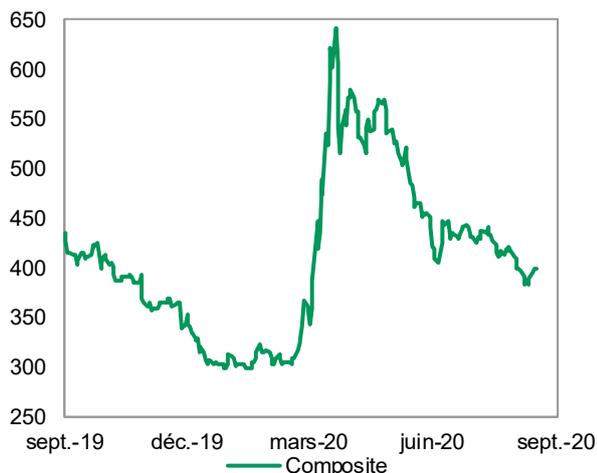
USD/Once troy (Londres)



Source : Thomson Reuters

### Spreads souverains émergents avec le T-Bond

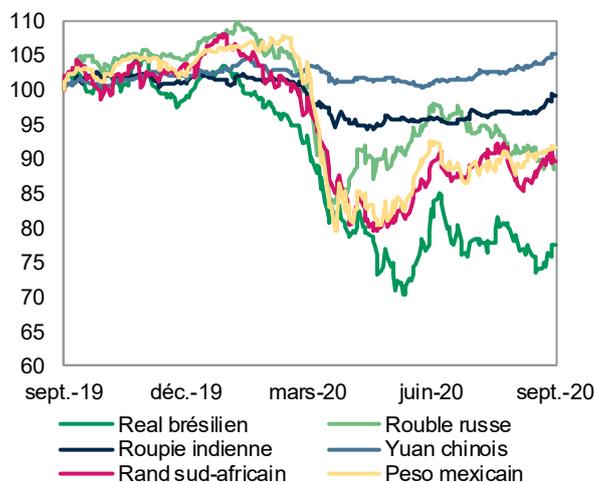
Indices EMBI+ (pdb, dette en USD de plus d'un an)



Source : JP Morgan

### Devises émergentes

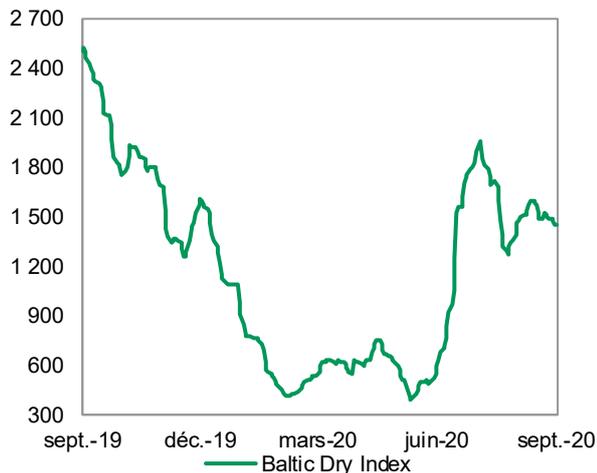
/USD (indice 100 = début de période)



Source : Thomson Reuters

### Coût du transport maritime de vrac sec

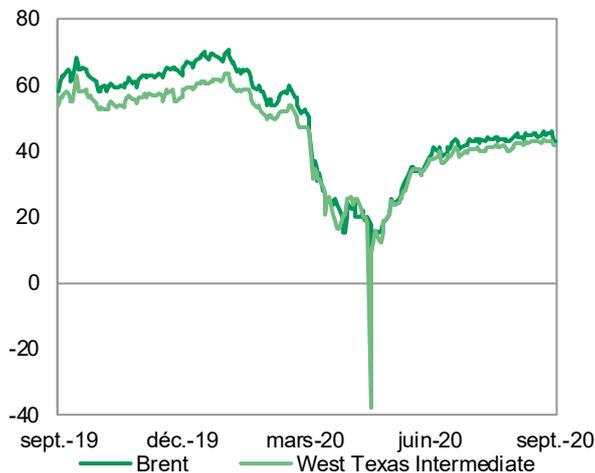
Baltic Dry Index (USD/point)



Source : Baltic Exchange

### Cours du baril de pétrole brut en USD

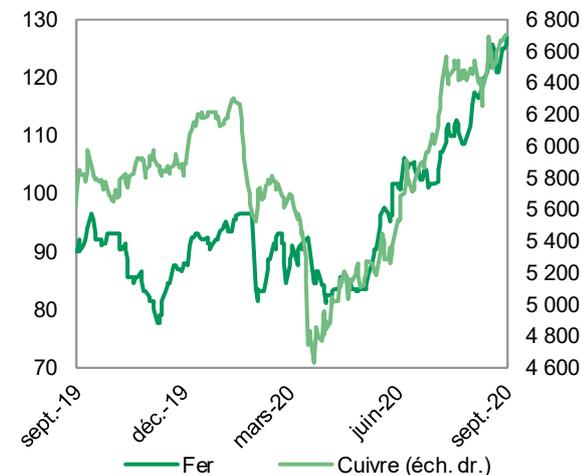
Brent (mer du Nord) et WTI (golfe du Mexique)



Source : Thomson Reuters

### Cours des métaux

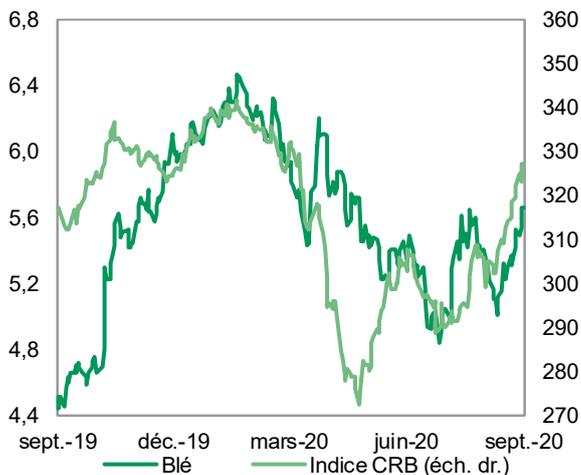
USD/tonne métrique



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 2020-2021 – 2 juillet 2020

Choc inédit, réponses massives et questions ouvertes

Prévisions économiques & financières

Date	Titre	Thème
19/08/2020	<u>Zone euro – Conjoncture : flash PIB au T2 2020</u>	Zone euro
04/08/2020	<u>Italie – Scénario 2020-2021 : faire face à un choc majeur</u>	Italie
03/08/2020	<u>Italie – Conjoncture : flash PIB</u>	Italie
31/07/2020	<u>France – Conjoncture, Flash PIB : une contraction record du PIB au T2, mais une reprise assez nette entre mi-mai et fin juin</u>	France
27/07/2020	<u>Royaume-Uni – Scénario 2020-2021 : Covid-19 + Brexit = double peine</u>	Royaume-Uni
24/07/2020	<u>Espagne – Scénario 2020-2021 : un bilan économique très lourd</u>	Europe
22/07/2020	<u>L'exigence et le défi de la rénovation énergétique des bâtiments</u>	France, immobilier
20/07/2020	<u>Europe de l'Est – Quelques indices politiques sur le monde post-Covid</u>	PECO
20/07/2020	<u>Allemagne – Scénario 2020-2021 : une croissance sévèrement amputée par la crise sanitaire</u>	Allemagne
17/07/2020	<u>Monde – L'actualité de la semaine</u>	Monde
17/07/2020	<u>Zone euro – Scénario 2020-2021 : mobilisation pour une sortie de crise homogène et coordonnée</u>	Zone euro
16/07/2020	<u>Génération Covid, génération sacrifiée ?</u>	Géopolitique
16/07/2020	<u>Corée du Sud – La lumière au bout du tunnel</u>	Pays émergents
15/07/2020	<u>Espagne – Une aide supplémentaire de 40 Mds € pour les entreprises</u>	Espagne

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

12, place des États-Unis – 92127 Montrouge Cedex

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

**Rédacteur en chef :** Armelle SARDA

**Zone euro :** Pierre BENADJAUD, Ticiano BRUNELLO, Olivier ELUERE, Paola MONPERRUS-VERONI, Sofia TOZY, Philippe VILAS-BOAS

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

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

**Asie :** Sophie WIEVIORKA

**Amérique latine :** Catherine LÉBOUGRE

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

**Afrique sub-saharienne :** Nathan QUENTRIC

**Documentation :** Dominique PETIT, Elisabeth SERREAU

**Statistiques :** Robin MOURIER

**Réalisation et Secrétariat de rédaction :** Véronique CHAMPION

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

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

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

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

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