

Perspectives

Hebdomadaire – N°20/224 – 18 septembre 2020

MONDE – L'actualité de la semaine

☞ <i>Quand la vague de liquidités promet de ne pas refluer.....</i>	1
☞ <i>Commission européenne : enfin prête à agir.....</i>	3
☞ <i>Un point sur l'état des puissances États-Unis/Chine : indicateur de puissance géopolitique.....</i>	4
☞ <i>Emirats, Bahreïn, Israël : une analyse du processus de normalisation.....</i>	4
☞ <i>News géopolitiques.....</i>	5
☞ <i>Zone euro : la baisse des salaires ne compense pas la diminution des heures travaillées au T2.....</i>	7
☞ <i>Zone euro : redressement de l'activité dans la construction en juillet.....</i>	7
☞ <i>Zone euro : sur quels partenaires commerciaux s'appuyer pour la reprise?.....</i>	7
☞ <i>Zone euro : des immatriculations automobiles toujours à la peine.....</i>	8
☞ <i>Espagne : la Banque d'Espagne révisé à la baisse ses prévisions de croissance.....</i>	9
☞ <i>Royaume-Uni : l'inflation chute à 0,2% en raison des mesures temporaires de soutien du secteur de la restauration..</i>	10
☞ <i>La Banque centrale d'Angleterre maintient le statu quo mais reste prête à agir.....</i>	10
☞ <i>Budget Mexicain 2021 : priorités affichées, obsessions véritables et moyens limités.....</i>	11
☞ <i>Azerbaïdjan.....</i>	12
☞ <i>Ukraine : les tensions économiques, politiques et géopolitiques s'intensifient.....</i>	13
☞ <i>Chine : la faiblesse de la demande inquiète les autorités.....</i>	14
☞ <i>Israël : le reconfinement va accentuer la récession.....</i>	15
☞ <i>Moyen Orient – Afrique du Nord : la BERD, nouvel acteur de développement régional.....</i>	15
☞ <i>Afrique du Sud : les effets préoccupants de l'épidémie de Covid-19 sur l'économie.....</i>	15
☞ <i>Nigeria : la préservation des équilibres au risque de l'inflation.....</i>	16

☞ **Quand la vague de liquidités promet de ne pas refluer...**

Elle porte les marchés actions qui parviennent à se stabiliser voire à légèrement progresser : une amélioration certes faible et hésitante (en témoigne l'accès de faiblesse du S&P 500 en fin de semaine) mais qui interrompt le repli enregistré depuis le début du mois de septembre. La vague porte également les marchés du crédit, les marchés émergents et noie encore un peu plus les taux d'intérêt très courts (dont les taux interbancaires). Elle comprime les primes de risque de la zone euro avec des *spreads* s'établissant à seulement 25, 75 et 145 points de base pour, respectivement, la France, l'Espagne et l'Italie. Et ces primes réduites sont à additionner à un taux allemand à 10 ans évoluant lui-même juste au-dessus de -0,50%.

Ce ne sont certainement pas les derniers chiffres économiques « durs » (qui, après une chute historique, s'améliorent mécaniquement sans présager de la vitalité et de la pérennité de la reprise), ni même les prévisions (moins défavorables) livrées par la *Federal Reserve* qui justifient un tel mouvement. Il est plus sûr d'aller chercher des motifs de réjouissance du côté non seulement de l'abondance de liquidité existante mais aussi de la promesse de son maintien.

Les chiffres économiques américains nous disent que l'inflation est évidemment faible (inflation totale et sous-jacente sur 12 mois en août à, respectivement, 1,3% et 1,7%), que le marché du travail se redresse (baisse des inscriptions hebdomadaires

au chômage) et que le secteur de la construction souffre moins (repli mensuel des mises en chantier en août de 5% après trois mois consécutifs de baisse à deux chiffres). En zone euro, la situation du secteur automobile demeure préoccupante malgré le redressement des immatriculations cet été.

Par ailleurs, à l'issue de la réunion de son Comité de politique monétaire (FOMC des 15 et 16 septembre), la Fed a revu ses prévisions de croissance plus favorablement : contraction du PIB moindre en 2020 (-3,7% contre -6,5% projetés en juin) suivie d'une reprise soutenue (4% en 2021 et 3% en 2022). Le taux de chômage se situerait à 7,6% en fin d'année puis diminuerait pour atteindre 4% seulement fin 2023, soit ce qui est estimé être son niveau à long terme (4,1%). Quant aux taux d'inflation sous-jacente et totale, ils sont prévus respectivement à 1,2% et 1,5% fin 2020 et ne convergent vers leurs niveaux d'équilibre (2%) qu'en 2023.

En conséquence, la Fed a laissé sa politique monétaire inchangée et s'engage à augmenter « *ses avoirs en titres du Trésor et en titres adossés à des créances hypothécaires (MBS) d'agences au moins au rythme actuel pour maintenir le bon fonctionnement du marché et contribuer à favoriser des conditions financières accommodantes, soutenant ainsi le flux de crédit vers les ménages et les entreprises* ». Le rythme de ses achats d'actifs ne fléchira pas tant que l'économie n'aura pas retrouvé son « rythme de croisière » dont une inflation moyenne de 2% et des anticipations ancrées à 2%. Ce rythme n'étant pas censé être atteint avant 2023, la Fed ne prévoit aucune hausse du taux des *Fed Funds* avant la fin 2023. Alors que leur niveau à long terme est estimé à 2,5%, les *Fed Funds* demeurent ainsi à 0,125% jusqu'à la fin de l'horizon de la prévision.

Des taux d'intérêt très durablement proches de zéro et la souplesse affichée par la Fed qui, bien que considérant le *Quantitative Easing* actuellement adapté (montant mensuel des achats inchangés à 120 milliards de dollars) ne s'interdit pas de le modifier si la situation économique le nécessite : les marchés peuvent être rassérénés.

Editorial

Commission européenne : enfin prête à agir

Dans les mots, c'est une révolution : celle d'une Commission prônant la recherche de l'efficacité économique nationale afin de réduire le risque systémique, à coups de réformes au degré d'appropriation très variable par les États et les populations, à celle qui discute de planification stratégique partagée dans l'objectif d'une autonomie stratégique dans un nouvel ordre mondial.

« *Nous avons maintenant l'occasion de façonner le changement plutôt que de le subir suite à une catastrophe ou à un diktat venu d'ailleurs.* » C'est avec ces mots que la présidente U. Von der Leyen se présente devant le « co-législateur » européen, le Parlement, pour présenter son programme de travail.

La Commission tire, tout d'abord, les bonnes conclusions des erreurs de la gestion de la crise passée et de la dernière décennie de croissance perdue. Sans les opposer, elle priorise actuellement le principe de résilience par rapport à celui d'efficacité. Ainsi, le retrait prématuré des mesures de suspension du Pacte de stabilité et d'exemption des règles sur l'aide d'État aux entreprises sera évité. La question de la soutenabilité des finances publiques est retournée « dessus-dessous » par rapport au passé et étudiée d'abord à l'aune de la croissance plutôt qu'à celle des flux de déficit. Le ratio dette publique/PIB devra baisser par la hausse du dénominateur, en mettant en œuvre des politiques de soutien de la reprise et de renforcement de la croissance potentielle. Il s'agit d'exploiter la complémentarité entre les politiques de relance et la politique monétaire, en profitant de l'environnement de taux bas pour construire les bases d'une réelle soutenabilité. La transition de cette situation exceptionnelle vers la « nouvelle normalité » devra aussi être gérée attentivement, selon les mots du commissaire à l'Économie Gentiloni, et sans préjugés ni tabous, selon nos propres mots.

Ensuite, U. Von der Leyen illustre les objectifs pour la reprise économique avec son ambitieux Plan de relance et de résilience. Après les mois passés à construire le consensus, à partager une vision, à dessiner un plan et des moyens (*Next Generation EU*, NGEU), c'est désormais le temps de l'action. Mercredi, le Parlement européen a donné son feu vert après avoir obtenu l'engagement du Conseil à établir un calendrier légalement contraignant pour l'introduction de nouvelles ressources propres à l'Union (taxes sur les pollueurs et les multinationales), pour financer le plan de relance, sans en faire retomber le remboursement sur les nouvelles générations de contribuables européens. Les derniers obstacles sont maintenant les parlements nationaux chargés de la ratification avant la fin de l'année.

De son côté, la Commission est entièrement mobilisée pour la phase de l'action. Cette semaine, elle a dévoilé les lignes guidant les Plans nationaux de relance que les pays doivent rédiger afin d'accéder au Fonds NGEU. Les États devront décrire les principaux défis auxquels ils font face et comment ils prévoient d'utiliser le Fonds NGEU pour contribuer à promouvoir les objectifs de l'UE. C'est dans le cadre du Semestre européen que l'évaluation des plans aura lieu sur la base des précédentes recommandations élaborées par la Commission pour chaque pays, en fonction des faiblesses identifiées. La présentation des Plans de relance doit se doubler des Plans de réforme habituellement rendus à la Commission afin de dessiner un ensemble cohérent de réformes et d'investissement public.

L'accord du Parlement européen sur le Fonds de relance en poche, la Commission définit la notion de résilience autour de ses quatre dimensions : sociale et économique, géopolitique, environnementale et digitale. Sa réflexion et ses actions futures porteront sur le positionnement géopolitique de l'UE, l'avenir des emplois « verts » et les compétences requises pour leur développement. Elles concerneront également l'articulation des transitions environnementale et digitale ainsi que l'intégration de ce duo à toutes les autres politiques, afin de garantir cohérence, complémentarité et synergies.

La Commission tient enfin à affirmer qu'il ne s'agit pas que d'idées ou d'argent. Il s'agit aussi de mise en œuvre. Et c'est tout un processus qui se dessine, processus dans lequel la Commission identifie les capacités, les vulnérabilités et les opportunités révélées par cette crise face aux mégatendances émergentes et aux défis anticipés. Pour ce faire, elle se dote d'une capacité de projection de scénarios à long terme pour construire un cadre prospectif partagé pour des propositions politiques et pour assurer la cohérence entre les actions de court terme et les objectifs de long terme. Elle vise aussi à développer des capacités de planification au sein des États afin de construire une véritable « communauté de la prospective » entre pays membres.

La pression sur l'exécutif européen est forte. Le futur radieux promis par chaque président de la Commission au cours de la dernière décennie comme contrepartie à de nouvelles ressources et compétences ne peut plus se faire attendre. Les États et les institutions européennes sont dans l'obligation de « délivrer » et de convaincre que leur action est nécessaire et utile.

Géopolitique

Un point sur l'état des puissances États-Unis/Chine : indicateur de puissance géopolitique

Cet indicateur simplifié compare les positions de puissance relatives des États-Unis, de la Chine et de la Russie sur la période 2007-2019. La remarque essentielle est que la surface de recouvrement américaine, sur ce graphique – dont on peut considérer qu'il est une sorte de visualisation de la notion de puissance géopolitique globale – est de plus en plus inégale, tandis que celle de la Chine grossit de façon équilibrée. Les États-Unis sont toujours leader dans le domaine du monétaire, du militaire et de l'éducation supérieure, la Chine y demeure en retrait. En revanche, ils reculent sur l'économie, le digital, le *soft power* ainsi que sur l'énergie. L'ascension chinoise est la plus spectaculaire dans ces domaines. L'indicateur de puissance illustre donc parfaitement cette idée d'un déclin RELATIF des États-Unis. Surtout, un équilibre des puissances se dessine : aucun des deux États en concurrence hégémonique aujourd'hui n'est en capacité d'accéder à une situation de puissance absolue. Les États-Unis ne le peuvent plus, et la Chine pas encore.



Méthodologie

Les facteurs de puissance, au nombre de 9 (cf. ci-dessous), sont des indicateurs composites construits à partir de 36 variables (entre parenthèses) :

- le militaire (part dans les dépenses militaires mondiales, personnel militaire, part des dépenses militaires en % du PIB)
- l'énergie (part dans la production mondiale de pétrole, part dans la production mondiale de gaz, classement percentile d'autosuffisance énergétique)
- l'économique (part dans le PIB mondial, PIB/hab. ppa, part dans le commerce mondial de biens, part des IDE sortants dans les IDE sortants mondiaux, balance courante en % du PIB, balance budgétaire en % du PIB, endettement public en % du PIB, endettement du secteur non financier hors ménages en % du PIB, nombre d'entreprises parmi les 100 plus grandes multinationales au niveau global)
- le monétaire (part de la monnaie dans les transactions mondiales de gré à gré, part de la monnaie dans les réserves de change mondiales)
- l'éducatif (nombre d'universités dans le classement de Shanghai, années d'études espérées, nombre d'étudiants étrangers)
- social (taux de chômage, taux de chômage des jeunes, taux de dépendance des jeunes et des personnes de plus de 65 ans, nombre de médecins pour 1 000 habitants, coefficient de Gini, endettement des ménages en % du PIB)
- le *soft power* culturel et diplomatique (nombre de films produits par an, opinion positive à travers le monde, documents de recherche publiés, nombre d'étudiants étrangers)
- le numérique et la technologie (taux d'utilisation d'internet, nombre de brevets déposés, dépenses de R&D en % du PIB)
- l'environnement (émission de CO₂, part des énergies renouvelables dans la production d'énergie, production d'énergies renouvelables)

 **Notre opinion** – *Cet indicateur permet de penser la relation États-Unis-Chine dans le temps long. Certes, beaucoup d'analystes anticipent qu'une victoire de Joe Biden aux élections présidentielles américaines du 3 novembre pourrait mettre sur pause les tensions sino-américaines à court et moyen terme. Mais l'indicateur de puissance illustre aussi l'affaiblissement sur le long terme de l'hégémon américain, qui est concomitant au rattrapage chinois dans tous les domaines de la puissance. L'histoire et la théorie géopolitique (cf. R. Gilpin par exemple, War and Change in world politics) nous laisse penser qu'un tel mouvement ne peut, à long terme, que générer davantage de tensions : les puissances hégémoniques n'acceptent jamais, sans résistance, de perdre la première place.*

Emirats, Bahreïn, Israël : une analyse du processus de normalisation

Sous l'égide et à l'initiative des États-Unis, les Émirats Arabes Unis et Bahreïn normalisent leurs relations avec l'État d'Israël. Outre la reconnaissance officielle du pays et l'échange d'ambassadeurs, cette décision historique pour deux pays arabes du Golfe Persique devrait entraîner une intensification des liens commerciaux entre ces pays.

Jusqu'à présent, la question palestinienne et la politique d'implantation d'Israël dans les territoires palestiniens empêchait l'aboutissement de tels accords politiques. L'absence de mention de l'abandon de l'annexion de territoires palestiniens (Cisjordanie) par Israël dans la déclaration finale de l'accord est d'ailleurs le signe que la question palestinienne

mobilise moins les opinions publiques mais surtout les dirigeants arabes que dans le passé.

Les réactions des États à ce rapprochement sont plutôt prudemment positives mais restent contrastées. Acteur très impliqué, les États-Unis ont annoncé eux-mêmes ce rapprochement en s'en félicitant. Les Européens sont plutôt tous favorables à ce qui est perçu comme une avancée positive à la paix dans la région. Oman a exprimé son approbation et la Ligue arabe ne soutient pas une déclaration de condamnation préconisée par les Palestiniens.

En revanche, la réaction est très négative de la part de certains pays arabes mais surtout de l'Iran qui estime que les Émirats et Bahreïn brisent un tabou. Les manifestations d'opposants de la majorité chiite de Bahreïn s'inscrivent dans cette logique anti-

israélienne, alors que les opinions publiques des pays concernés (Israéliens et Émiratis) y sont globalement positives.

En revanche, les réactions sont moins négatives que prévu de la part des Palestiniens eux-mêmes. La situation s'est toutefois tendue en deux jours avec des tirs de roquettes en provenance de Gaza et des représailles israéliennes sur le territoire. Tout cela pourrait peut-être ouvrir le risque de scénarios de dérapage, car les accords ont provoqué un rapprochement entre le Hamas palestinien et le Hezbollah libanais, tous deux dans la mouvance iranienne. Il n'y a pas eu de réaction officielle de la Syrie, ni de l'Arabie saoudite à ce stade.

✓ Notre opinion – Il s'agit d'une avancée géopolitique essentielle sans qu'elle fasse totalement rupture car l'Égypte (en 1979) et la Jordanie (en 1994) avaient déjà conclu leur rapprochement. On comprend qu'en filigrane, l'Arabie saoudite y est favorable compte tenu de la participation de Bahreïn, et des réactions positives de la presse officielle. Compte tenu de la pérennité des précédents accords, (Égypte : 40 ans ; Jordanie : 26 ans), ces accords devraient s'inscrire dans la durée.

Le rapprochement entre Israël et deux pays arabes peut-il accroître les tensions déjà élevées dans la région, notamment en provenance des pays et mouvements alignés sur l'Iran (Syrie, Hezbollah libanais) ? Une telle hypothèse est limitée par la pression militaire des États-Unis sur l'Iran et par la présence militaire américaine dans le Golfe. Cela dit, les questions militaires sont complexes à analyser dans une région surarmée et où les renversements d'alliance sont fréquents. En revanche, ce qui est certain, c'est que le décalage entre les opinions publiques arabes plutôt anti-israéliennes et favorables à la question palestinienne et celles de leurs dirigeants, plus pragmatiques, se pose. C'est d'ailleurs cette question qui empêche sans doute Riyad d'exprimer officiellement son soutien à ce rapprochement.

Pour l'instant, cet événement est favorable au président Trump à quelques semaines du scrutin présidentiel, ainsi qu'au Premier ministre israélien B. Netanyahu à quelques semaines de son procès pour corruption. Mohamed Ben Zaïed, dirigeant d'Abu Dhabi et proche de D. Trump, ressort également renforcé dans sa politique d'étatisme fort. Ceci est aussi le signe que la question palestinienne mobilise moins que par le passé, compte tenu des tensions entre la Cisjordanie et Gaza ; d'une forme d'épuisement après cinq guerres israélo-arabes et trois conflits israélo-palestiniens depuis 1948 ; et d'une unité politique affaiblie côté palestinien. Cette évolution montre enfin que le poids économique régional d'Israël est de plus en plus important (PIB de 395 Mds USD pour 421 Mds USD dans les Émirats). Cette coopération pourrait aussi s'accroître si la proposition d'Israël de construire un oléoduc entre les Émirats et la Méditerranée, afin d'éviter le détroit d'Ormuz, est acceptée par les Émiratis et les Saoudiens. Enfin, ceci est aussi la preuve qu'une mobilisation commune contre l'Iran et sa politique expansionniste transcende des clivages anciens. Et puis, tout ceci n'aurait pas abouti sans des coopérations entre les Émirats et Israël en termes de sécurité intérieure depuis quelques années. On peut y voir une retombée politique dans des pays partageant des intérêts idéologiques convergents : la lutte contre l'islam politique, d'un côté, et celle contre l'Iran, de l'autre.

Reste la question essentielle : quelle politique étrangère américaine au Moyen-Orient en cas de réélection du candidat Trump ou de victoire du candidat démocrate Biden (qui a perdu un fils en Irak), plutôt partisan de négociations apaisées ? Réponse dans quelques semaines.

News géopolitiques

Sanctions commerciales et technologie – Les tensions technologiques entre la Chine et les États-Unis s'intensifient : SMIC est dans le viseur des autorités américaines. Le plus grand fondeur (fabricant) chinois de puces électroniques pourrait être inscrit sur la liste noire où figurent déjà d'autres entreprises chinoises, dont Huawei. Les entreprises américaines auraient alors besoin d'une autorisation

spéciale de l'administration américaine pour vendre des technologies américaines ou pour commercer avec SMIC, comme avec les autres entreprises chinoises figurant sur cette liste. Lundi 7 septembre, le cours de l'action SMIC a chuté de près de 23% à la bourse de Hong Kong et de 11% à Shanghai.

Nucléaire chinois – L'ascension chinoise dans le domaine de l'énergie s'accélère. Vendredi 4 septembre, la Chine a chargé le combustible d'un réacteur nucléaire conçu par deux géants chinois de l'énergie nucléaire, CGN (China General Nuclear Power) et CNNC (China National Nuclear Corporation) d'une capacité de 1 000 mégawatts, à Fuqing (sud-est de la Chine). Il s'agit du premier réacteur de conception 100% chinoise. Ce réacteur de troisième génération (à la sécurité renforcée) utilise une technologie baptisée « Hualong One » que la Chine promeut à l'exportation (Royaume-Uni notamment)

Tensions Inde-Chine – Les tensions militaires entre l'Inde et la Chine connaissent une accalmie. Après des mois de tensions militaires à la frontière himalayenne, l'Inde et la Chine ont déclaré, vendredi 11 septembre, par la voix de leurs ministres des Affaires étrangères réunis à Moscou, qu'ils s'étaient mis d'accord pour faire baisser la tension alors que des coups de feu – une première depuis 45 ans – avaient été échangés de part et d'autre. L'annonce d'une désescalade a entraîné vendredi la chute du cours de l'action d'entreprises militaires chinoises. Le *CSI National Defense Industry Index* a perdu 1,2% et s'apprête à réaliser sa pire performance hebdomadaire depuis 2018.

Zone euro

Zone euro : la baisse des salaires ne compense pas la diminution des heures travaillées au T2

La baisse de l'emploi (-2,9% sur le trimestre) au T2 2020 a été sans commune mesure avec la chute de l'activité (-11,8% t/t), la réduction des heures travaillées (-12,8% t/t) ayant amorti le choc sur l'emploi. La baisse des rémunérations par salarié (-4,7% t/t) n'a pas compensé la plus forte chute de la productivité avec un impact négatif sur l'excédent brut d'exploitation (-14,8% t/t) et les marges. La réduction des heures travaillées n'a pas été compensée par la baisse des salaires et les coûts salariaux horaires de la main-d'œuvre ont donc augmenté (+5,2% t/t), en dépit de la progression plus modérée des coûts horaires non salariaux (+0,6%) liée aux allègements et reports de cotisations.

La diminution des heures travaillées a été, de peu, moins marquée que celle de l'activité dans l'industrie (-12,4% t/t), mais plus importante dans la construction (-14,1% t/t) et dans les secteurs du commerce, transports et hébergement (-20,9%).

Le repli de la durée du travail a été particulièrement important en Espagne (-21,4%) et en France (-15,5%), comparé à celui enregistré en Italie (-13,1%) et en Allemagne (-8%), mais cette hiérarchie est cohérente avec la chute relative de l'activité dans les pays. C'est en France et en Italie où les mesures d'allègement des coûts non salariaux ont le plus freiné la progression des coûts horaires du travail.

✓ Notre opinion – *Les dispositifs de chômage partiel et les allègements et report de cotisations ont limité la baisse des rémunérations, faisant porter le plus gros de l'ajustement sur les profits au cours du deuxième trimestre 2020. La reprise de l'activité à la fin du deuxième trimestre va permettre un redressement de la productivité qui viendra limiter l'impact négatif sur les profits. Par contre, la progressive expiration des dispositifs de report des cotisations imprimera une pression à la hausse sur les coûts de la main-d'œuvre.*

Zone euro : redressement de l'activité dans la construction en juillet

Après les chutes importantes enregistrées en mars (-15% sur le mois) et avril (-18,3%) et le rebond de mai (+29,6%) et juin (+5,1%), la production dans la construction poursuit son redressement en juillet (+0,2%), mais elle perd de sa vigueur. Le niveau de l'activité reste de 3,8% inférieur à celui de juillet 2019 et de 5,3% inférieur au mois de février. L'activité reste plus dynamique dans le génie civil (+1,1% sur le mois), où elle a retrouvé son niveau d'un an auparavant, que dans le bâtiment, où elle stagne étant encore en repli de 4,2% sur un an.

C'est en France que le redressement de la construction a été plus significatif (5% sur le mois) en juillet, mais après une plus forte baisse au T2 (-20,7% t/t). En Espagne la production recule en juillet (-1%) après s'être fortement contractée au T2 (-13% t/t). La production est aussi en repli en Allemagne (-4,3%) où en revanche la baisse au T2 a été bien plus contenue (-4% t/t).

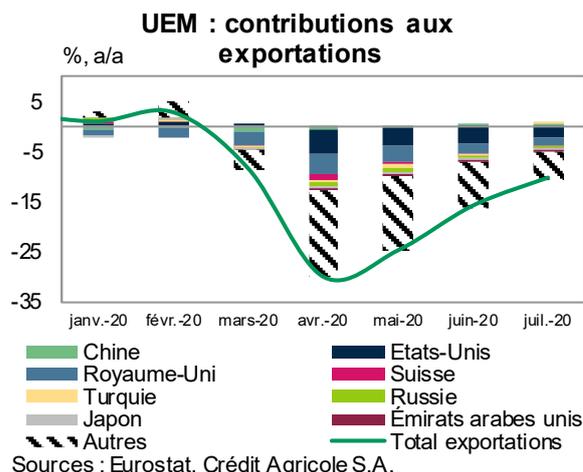
✓ Notre opinion – *Avec un acquis de croissance de +11,9% pour le troisième trimestre, la production dans la construction confirme l'information relayée par les autres indicateurs quantitatifs d'activité qui signalent un très fort rebond de l'activité au T3. La production industrielle et les ventes au détail en juillet laissent en effet un acquis positif de croissance (de 14,6% et 8,4% respectivement) au trimestre en cours, confortant ainsi notre prévision de croissance du PIB de +10,1% au T3 (après -11,8% au T2).*

Zone euro : sur quels partenaires commerciaux s'appuyer pour la reprise?

Les exportations de la zone euro ont atteint 174,2 Mds € au mois de juillet (données corrigées des variations saisonnières) après 163,6 Mds € en juin. S'il s'agit d'un troisième mois consécutif de hausse, les exportations n'en demeurent pas moins en recul de plus de 10% en glissement annuel en raison des répercussions encore durables de la pandémie sur les échanges mondiaux. Parallèlement, les importations se sont elles aussi nettement redressées depuis avril pour atteindre 153,8 Mds €, mais toujours en baisse de 13,4% sur un an.

Toutefois, si on observe les contributions aux exportations par pays destinataires, on constate des situations contrastées en fonction des partenaires. Ainsi, les exportations vers la Chine ont relativement peu contribué à la chute des exportations au plus fort de la crise alors que celles vers les États-Unis et le Royaume-Uni ont occupé une plus grande part dans ce déclin. Toutefois, c'est principalement la somme de tous les autres petits partenaires commerciaux qui a participé le plus à la dégringolade des échanges pendant cette crise. Au mois de juillet, sur le

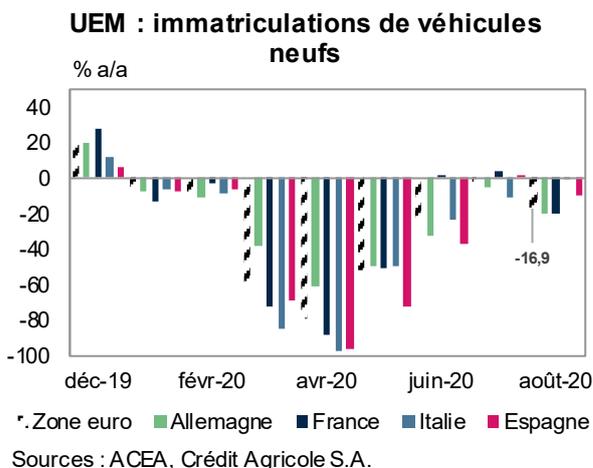
recul de 10% constaté en rythme annuel des exportations extra-zone, les États-Unis et le Royaume-Uni contribuent respectivement à hauteur de -2,2 points et -1,8 point tandis que la Chine contribue positivement à hauteur de 0,5 pt et l'ensemble des autres pays pour -5,5 pts. Parmi les produits dont l'exportation s'est le plus contractée, on trouve surtout les machines et matériels de transport, les produits manufacturés et les matériaux combustibles.



Notre opinion – La crise sanitaire a durement frappé les échanges commerciaux de la zone jusqu'au mois d'avril. Le redressement qui s'est opéré depuis se poursuit graduellement notamment avec deux de nos partenaires majeurs : les États-Unis et le Royaume-Uni. Le premier n'est pas encore totalement remis de la première vague épidémique et le second fait craindre des tensions commerciales accrues avec la mise en place du Brexit. Ce qui constitue le socle de nos partenaires commerciaux privilégiés reste donc particulièrement vulnérable à court terme et limitera le potentiel de reprise de l'activité.

Zone euro : des immatriculations automobiles toujours à la peine

Les immatriculations de véhicules neufs en zone euro ont reculé de 16,9% en glissement annuel au mois d'août, après -4,2% en juillet. Parmi les principaux pays de la zone, l'Allemagne et la France sont les pays les plus concernés par cette chute des immatriculations avec respectivement une baisse de 20% et 19,8% sur un an. L'Espagne enregistre un recul plus modéré de 10,1% tandis que les immatriculations italiennes stagnent. Toutefois, le choc de la crise sur le secteur a été plus violent dans ces deux derniers pays comparativement à celui observé en France ou en Allemagne. En termes de nombre d'immatriculations, seule l'Allemagne a réussi à retrouver son niveau d'avant crise (de janvier dernier). A noter également que la production industrielle d'automobiles en Espagne et en Italie s'est redressée plus vigoureusement qu'en Allemagne et en France.



Notre opinion – La situation du secteur automobile en zone euro demeure préoccupante en dépit du redressement observé des immatriculations cet été. Le mois de juillet semblait prometteur mais les chiffres du mois d'août sont de nouveau insatisfaisants. La production automobile, notamment allemande, ne progresse que très modestement en juillet et les commandes ne permettent pas d'anticiper un rebond massif à court terme. Aux préoccupations sur l'absence de demande dans le secteur s'ajoutent toujours celles du surcoût de la taxe sur les émissions de CO₂ qui continuera de peser sur les choix de production de l'ensemble des constructeurs européens.

Espagne : la Banque d'Espagne révisé à la baisse ses prévisions de croissance

La Banque d'Espagne (BdE) a ajusté ses prévisions pour l'économie espagnole : d'une part, elle exclut le scénario le plus optimiste qu'elle avait calculé en juin, mais écarte également le plus négatif. Elle estime qu'il n'y aura pas un confinement généralisé aux mêmes niveaux qu'en mars et avril. Bien qu'il y aura de fortes progressions de la propagation de la pandémie, qui nécessiteront certaines restrictions. Ainsi, le diagnostic de la reprise est moins bon au troisième trimestre, bien que la BdE ne prenne pas en compte l'impact du Fonds de relance européen sur la croissance de l'année prochaine en raison des incertitudes quant à son montant, sa composition et son calendrier de déboursement.

Alors qu'en juin, la BdE avait élaboré trois scénarios qui enregistraient une baisse de 9%, 11,6% ou 15,1% en 2020, selon son degré de pessimisme, elle prévoit maintenant deux hypothèses avec une baisse de -10,5% ou 12,6%, selon l'intensité de la résurgence de l'épidémie et, par conséquent, des restrictions approuvées pour la contrôler. Pour 2021 et 2022, la banque centrale prévoit que la croissance, dans le meilleur des cas, rebondisse de 7,3% ou 4,1% en 2021 et de 1,9% ou 3,3% en 2022. Hypothèse commune aux deux scénarii est l'absence de vaccin ou de traitement pour le coronavirus avant la seconde moitié de 2021. Le taux de croissance prévu au T3 2020 s'affiche à

16,6% dans le cas du scénario optimiste et à 13% dans le scénario plus sévère.

Le chômage s'élèverait à 17,1% en 2020, 19,4% en 2021 et 18,2% en 2022 dans le scénario le plus bénin, tandis que dans le scénario le plus pessimiste, il atteindrait 18,6%, 22,1% et 20,2%. La BdE escompte qu'avec la fin de l'ERTE, le chômage augmentera. La BdE tient toutefois compte du fait que la prolongation de l'ERTE ne se poursuit pas après le 30 septembre, car l'exécutif n'a pas encore trouvé d'accord à ce sujet avec les partenaires sociaux – bien que le pacte soit proche et qu'il envisage une prolongation à l'automne.

L'impact sera important sur les finances publiques : le déficit sera de 10,8% du PIB cette année (contre 2,8% en 2019), 7% en 2021 et 5,8% en 2022. Si le scénario le plus pessimiste se matérialisait, le déficit atteindrait respectivement 12,1%, 9,9% et 8,2%. En conséquence, la dette passerait à 116,8% du PIB en 2020, 115,4% en 2021 et jusqu'à 118% en 2022. Dans le scénario le plus pessimiste, le ratio dette/PIB grimperait à 120,6% en 2020 pour s'envoler à 125,6% et 128,7% respectivement dans les deux prochaines années. Quant aux niveaux des prix, dans tous les scénarios, l'inflation en 2020 est inférieure à zéro : soit -0,2%, soit -0,3%.

☑ Notre opinion – *La multiplication des nouveaux cas depuis la mi-juillet rajoute une forte incertitude sur l'évolution de l'activité économique en Espagne. En effet, le nombre de nouveaux cas est passé de 300 début juillet à une moyenne de 10 000 cette semaine. La BdE signale que les risques sur ses prévisions de croissance sont orientés à la baisse : au cours des prochains trimestres, il est possible que des foyers de contamination plus intenses se déclarent, ce qui serait accompagné de mesures de confinement plus sévères, avec un impact plus important sur le secteur des services. De même, un retard éventuel dans la recherche et/ou dans la diffusion d'une solution efficace conditionnerait la voie de la reprise à moyen terme. Des effets plus persistants sur la capacité de production (niveaux plus élevés d'insolvabilité des entreprises et effets de retardement sur le marché du travail) et des niveaux d'inflation négative qui pourrait déclencher des disruptions dans les perspectives d'inflation des agents sont également évoqués comme catalyseurs de risque à la baisse. Nos prévisions sont alignées avec le scénario pessimiste, soit une croissance de 12,8% en 2020 suivie par un rebond de 5,3% en 2021.*

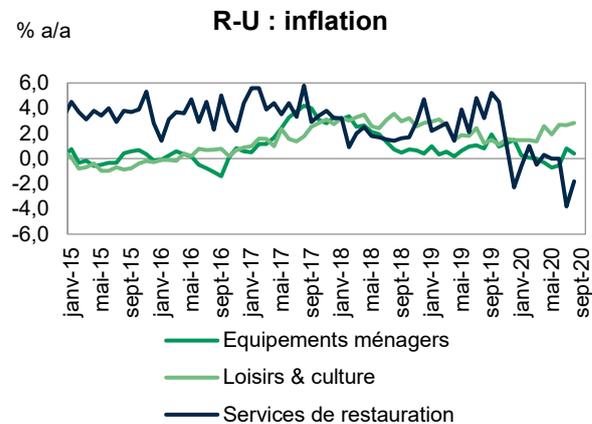
Royaume-Uni

Royaume-Uni : l'inflation chute à 0,2% en raison des mesures temporaires de soutien du secteur de la restauration

L'inflation CPI a fortement reculé au mois d'août, tombant à 0,2% depuis 1% en juillet. Cela s'explique surtout par la baisse des prix dans les restaurants et les cafés, consécutive à la mise en place par le gouvernement du *Eat Out to Help Out Scheme* (EOHE, dispositif permettant d'avoir des ristournes dans les restaurants au mois d'août) et à la baisse de la TVA dans le secteur de l'hôtellerie, le tourisme et les parcs d'attraction qui ont pris effet mi-juillet, et dans une moindre mesure par des baisses des tarifs aériens et des prix dans le textile. L'inflation sous-jacente CPI a également reculé, de 1,8% à 0,9%.

L'inflation a été plus forte qu'anticipé par le consensus (0%) et par la BoE (-0,3%). Selon la BoE, cela s'explique surtout par un passage de la baisse de la TVA dans les prix à la consommation visiblement moins fort qu'anticipé et la hausse des prix de l'essence. La fin de l'EOHE en septembre devrait provoquer automatiquement une rechute de

l'inflation, qui devrait rester sous 1% d'ici la fin de l'année selon la BoE.



Source : ONS, Crédit Agricole S.A.

Notre opinion – L'inflation britannique montre des signes de résilience comme le suggèrent la baisse moins forte qu'anticipé de l'indice CPI mais aussi la résilience de certaines composantes, telles que les prix des équipements ménagers et les prix dans les loisirs et la culture, qui s'explique certainement par une hausse de la demande. Par ailleurs, si les prix dans les restaurants et les cafés enregistrent une baisse de +3,4% à -2,6% en glissement annuel consécutive à l'EOHE et à la baisse de la TVA, l'inflation des services de restauration, quant à eux, progresse de -3,8% à -1,8%. Nous continuons d'anticiper une inflation faible dans les prochains mois, d'environ 0,5% en moyenne au second semestre, avant un rebond « mécanique » début 2021 avec la remontée de la TVA et les effets de base sur les prix d'énergie. Les pressions devraient rester globalement désinflationnistes compte tenu des anticipations d'une remontée rapide du taux de chômage au quatrième trimestre et de la baisse observée de la croissance des salaires en territoire négatif.

La Banque centrale d'Angleterre maintient le statu quo mais reste prête à agir

La Banque centrale d'Angleterre a laissé sa politique monétaire inchangée à l'issue de la réunion du MPC de septembre : taux directeur maintenu à 0,1% et programme cible d'achats de titres à 745 Mds £. Elle continue d'anticiper une poursuite de la reprise de l'activité accompagnée avec une hausse marquée du taux de chômage à court terme. Les récentes données d'activité ont été meilleures qu'anticipé lors du rapport de politique monétaire du mois d'août,

notamment celles de la consommation des ménages. Par conséquent, le PIB du troisième trimestre serait plus fort que prévu (à environ 7% en-deçà de son niveau du quatrième trimestre 2019). L'inflation CPI a aussi été légèrement plus forte que prévu au mois d'août. La BoE continue d'anticiper le maintien de l'inflation CPI en-deçà de 1% jusqu'à début 2021 mais avec un retour à son objectif de 2% à l'horizon des deux prochaines années.

Notre opinion – Les données récentes sur l'activité et l'inflation ayant surpris positivement, il n'y a pas d'urgence à agir pour la BoE. L'évolution du marché du travail à l'expiration des dispositifs gouvernementaux de soutien à l'emploi en octobre sera cruciale pour la conduite de la politique monétaire. La BoE anticipe une remontée du chômage à 7,5% au quatrième trimestre depuis 4,1%, en insistant sur l'incertitude entourant ses prévisions. Compte tenu des nombreux risques (évolution de la pandémie et son impact sur l'économie, marché du travail, risque de No-deal), la tenue de la politique monétaire reste plus que jamais assortie d'un biais accommodant. La BoE reste prête à augmenter le stimulus monétaire moyennant une hausse de son programme d'achats d'actifs qui est censé atteindre sa cible de 745 Mds £ en fin d'année. Notre scénario table sur une relance du quantitative easing en début d'année prochaine mais une décision en ce sens pourrait intervenir fin 2020. Par ailleurs, la BoE continue d'étudier la possibilité de mise en place de taux directeurs négatifs. Les minutes notent que la BoE et la PRA vont commencer à étudier « les considérations opérationnelles » pour la mise en place de taux négatifs si les perspectives d'activité et d'inflation le rendaient nécessaire au quatrième trimestre 2020.

Pays émergents

Budget Mexicain 2021 : priorités affichées, obsessions véritables et moyens limités

Le ministère des Finances vient de présenter le projet de budget 2021. Les priorités y sont clairement affichées : stimulation en vue d'une reprise rapide et durable de l'activité et de l'emploi, amélioration du système de santé (à destination, notamment, des groupes les plus vulnérables), lutte contre les inégalités, austérité fiscale¹.

Sur trois points notables (réforme fiscale, relance, Pemex), la stratégie est nettement présentée. Tout d'abord, la loi de finances ne prévoit aucune modification fiscale. Selon le ministre, bien que la réforme fiscale soit un sujet sur lequel le gouvernement se doit de continuer à réfléchir, la priorité est actuellement donnée au maintien de la politique d'austérité (et la lutte contre l'évasion fiscale). Pour pallier le choc induit par le coronavirus,

le gouvernement continuera en outre de s'appuyer sur les programmes sociaux existants et les projets d'infrastructure (notamment dans les secteurs du tourisme et de l'extraction ; raffinerie Dos Bocas et train Maya). Enfin, Pemex bénéficiera d'un soutien accru et d'un budget plus élevé en 2021.

Dans un cadre très contraint, alors qu'est souligné le manque de marge de manœuvre disponible pour envisager des mesures de relance, le financement des priorités (mesures sanitaires et sociales) nécessite que soient réduits les coûts administratifs et opérationnels. Au total, les recettes et les dépenses budgétaires se contracteraient respectivement de 3% et de 0,3% pour faire apparaître un solde primaire à l'équilibre.

Projet de Budget 2021	2020	2021
Solde primaire (% du PIB)	-0,2	0,0
Besoin de financement public (% du PIB)	-4,7	-3,4
Dettes publiques (% du PIB)	54,7	53,7
Croissance (%)	-8,0	4,6
Inflation (% fin d'année)	3,5	3,0
Taux de référence (Cetes 28 jours, %, fin d'année)	4,0	4,0
USD/MNX (fin d'année)	22,3	21,9
Prix du pétrole brut mexicain (USD/b.)	34,6	42,1
Production de pétrole (mn b/j)	1,7	1,86
Croissance américaine (%)	-5,0	3,4

Source : SHCP, Crédit Agricole SA/ECO

☑ Notre opinion – Les priorités affichées sont nombreuses et contradictoires, les obsessions véritables sont inchangées et, en conséquence, les moyens d'action sont restreints.

Alors que le ministre des Finances, Arturo Herrera, défend le projet de budget 2021 en qualifiant les prévisions de croissance de « responsables », les hypothèses économiques peuvent être jugées trop optimistes avec une mention particulière pour celles relatives au pétrole (prix moyen et production).

Cependant, plus que le biais optimiste, c'est l'entêtement « austéritaire » sous le sceau duquel est placé le projet de budget qui alerte. A force de ne pas agir afin de ne pas dégrader les comptes publics, le gouvernement risque de subir la dérive naturelle des déficits et des dettes faute d'avoir amorti le choc et promu les conditions de la reprise. Avant même d'envisager une réforme fiscale, il était raisonnable d'inscrire dans le projet de budget un déficit primaire « modéré ». Enfin, la baisse prévue du ratio dette/PIB est ambitieuse. La dérive de ce ratio (dont il n'est pas impossible qu'il approche naturellement 60% du PIB) est souvent mentionnée comme susceptible de priver le Mexique de son statut d'Investment Grade. Néanmoins, ce n'est pas tant ce ratio qui importe que ce qu'il reflète : ici, il reflète une inaction contre-productive qui peut se révéler coûteuse.

¹ Ministère des Finances du Mexique – "Criterios Generales de Política Económica para la iniciativa de Ley de Ingresos y el Proyecto de Presupuesto de Egresos de la Federación

correspondientes al Ejercicio Fiscal 2021" – (8 septembre 2020) <https://www.ppef.hacienda.gob.mx/es/PPEF2021>

Azerbaïdjan

Même constat en Azerbaïdjan qu'au Kazakhstan, que nous évoquions la semaine dernière : après une forte inquiétude au printemps, quand les monnaies des Émergents ont été attaquées, on retrouve ces deux pays à la fin de l'été sans que l'épidémie ait eu un réel impact sur la notation souveraine des agences de notation internationales. D'une certaine façon, ils semblent sortir leur épingle d'un jeu où tout est devenu relatif. Pourtant, voilà deux pays qui sont confrontés à deux chocs majeurs, Covid et pétrole, et une certaine prudence dans l'analyse de risque (et dans la stratégie des investisseurs) nous paraît donc de bon aloi ! Mais pour cela, il faut distinguer le court terme, qui fait ressortir une certaine résilience aux chocs externes, du bilan à plus long terme, qui pointe au contraire un immobilisme institutionnel, dont les effets sont négatifs pour la croissance et les équilibres politiques et sociaux. Par ailleurs, en Azerbaïdjan, ne jamais oublier le conflit latent avec l'Arménie qui s'est étendu à de nouvelles régions cet été.

Le bilan conjoncturel à court terme

Bakou semble prudent sur la gestion épidémique, avec de nouvelles mesures de quasi-confinement en août. Le pays ne semble donc pas « embarqué » par le choc sanitaire. Par ailleurs, l'activité correcte du début d'année devrait limiter l'impact de la crise avec une récession de l'ordre de 3% en 2020, après une croissance de 2,2% en 2019. Les agences de notation parient d'ailleurs sur un retour à la normale de la croissance assez rapide, en misant sur un prix de l'énergie qui se stabilise, et sur un programme d'investissements dans les plateformes pétrolières ACG, notamment grâce à la prolongation jusqu'en 2049 de l'accord de partage de production avec les investisseurs étrangers. Enfin, la production de gaz de Shah Deniz et son exportation via le gazoduc Tanap devrait soutenir l'activité.

Au final, tout cela montre surtout que la diversification du pays reste faible, et que l'Azerbaïdjan est l'un des pays pétroliers où la part de l'énergie dans le PIB, à plus de 50%, est l'une des

plus élevées au monde. Il s'agit bel et bien encore d'une économie d'Émirat, malgré tous les effets d'annonce officielle ces dernières années. Le paradoxe, c'est que de réelles perspectives de diversification existent pourtant, dans le tourisme par exemple, autour de Bakou et de la Caspienne (les recettes touristiques ont augmenté de 11% en 2019). De même, l'Azerbaïdjan a tout pour devenir une plateforme logistique entre l'Est et l'Ouest, et le transport de marchandises par train a nettement augmenté en 2019. Le développement d'une zone économique libre autour du port d'Alat pourrait renforcer ces tendances. Oui mais... Tout cela est valable dans un monde sans Covid, avec des échanges commerciaux normalisés, et ce n'est pas encore le cas.

Le bilan souverain

Pour les agences de notation, c'est le principal point positif et elles n'ont pas tort : même si le déficit budgétaire va atteindre sans doute 10% cette année, les fonds de SOFAZ, encore à 90% du PIB dépassent largement la dette publique du pays (38% en 2020 selon Moodys), même en y incluant les garanties accordées par le gouvernement (c'est une zone d'opacité statistique). C'est là que se situe évidemment la confiance des agences et des investisseurs. Pour autant, rappelons que la dynamique de dégradation de la dette a été très rapide ces dernières années (elle était à moins de 10% en 2014) et que la composition de cette dette est très sensible au risque de change (92% en devises). En revanche, la part à court terme est réduite. De plus, le secteur bancaire reste encore assez dollarisé avec une part de créances douteuses plus élevée que la moyenne des Émergents. Mais clairement, ce n'est pas du côté de la solvabilité souveraine de ce pays que se situent les risques. La situation est en revanche moins claire sur le taux de change, quasi stable depuis deux ans, mais avec une grande interrogation du marché sur son niveau d'équilibre réel, dans un contexte de dégradation de la balance des paiements.

✓ Notre opinion – Si le bilan souverain n'est pas mauvais, c'est dans le domaine institutionnel que se concentrent les risques. Non pas que le pays soit en risque d'instabilité politique immédiate (quoique des dissensions entre les clans dominants envahissent la presse), mais la gouvernance pose problème, même si le gouvernement fait des efforts pour que son administration devienne plus efficace. C'est d'ailleurs très visible dans l'indicateur Doing Business de la Banque mondiale, où l'écart entre l'efficacité de l'État et les indicateurs de perception de la corruption ou de qualité réglementaire est important. Enfin, le conflit avec l'Arménie est redevenu d'actualité cet été et pèse évidemment sur le rating souverain, mais aussi sur les perspectives à long terme. Et ce conflit, parce qu'il implique à la fois la Russie et la Turquie, met l'Azerbaïdjan au centre d'enjeux géopolitiques beaucoup plus globaux.

Ukraine : les tensions économiques, politiques et géopolitiques s'intensifient

Certes, la période de crise exacerbe les difficultés économiques et politiques ukrainiennes mais elle montre aussi une certaine résilience du pays. La gestion de la crise sanitaire n'a pas donné la sensation de grands dérapages et les effets de la crise restent maîtrisés, à ce jour, comparés à la crise de 2009, dont l'impact sur la croissance a été plus fort. Le coût des mesures de soutien reste comparable aux autres pays de la zone (14% de hausse du ratio de la dette publique sur PIB, environ 8% de croissance de PIB en moins, et un taux d'inflation maîtrisé). Certes, l'Ukraine a eu plus de sortie de capitaux qu'ailleurs, et cela est en lien avec les évolutions politiques mais aussi avec une discrimination des marchés pour les pays émergents fragiles.

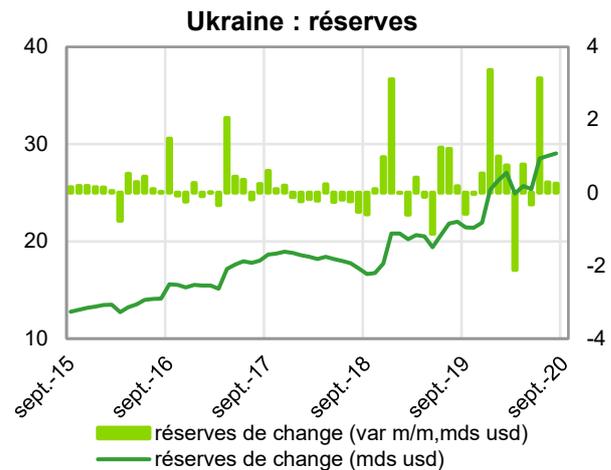
L'après-crise reste donc une des principales questions pour un pays qui a eu un remaniement gouvernemental avant la Covid-19, et une démission du gouverneur de la Banque centrale après le confinement. Il est essentiel pour la crédibilité du président Zelensky de réaliser les réformes promises et de poursuivre les négociations avec les institutions internationales, à défaut de résoudre les conflits militaires avec la Russie, avec qui le dialogue est quasi suspendu.

Les perspectives de rebond économique s'éloignent plutôt vers l'année 2021, néanmoins la fourchette de la récession pour l'année 2020 se précise un peu plus pour s'établir entre 5% et 6,5% sous réserve d'une éventuelle dégradation de la situation sanitaire nécessitant de nouvelles mesures restrictives. La consommation des ménages devrait baisser de 10% et les investissements de 15%. Le taux de chômage pourrait atteindre 10% à 15%.

La banque centrale a abaissé ses taux directeurs de 11% en février à 6%, afin de soutenir la croissance économique et le crédit. Le secteur agricole a joué un rôle clé notamment dans les exportations assurant ainsi la principale source d'entrée de devises. Le surplus de la balance commerciale d'une part et la baisse des importations de biens et de services (en volume de 20% et en valeur grâce à la diminution des prix de l'énergie) devrait produire un surplus du compte courant autour de 3,7% du PIB pour l'année 2020. Mais ce dernier devrait retrouver son déficit structurel à partir de 2021 suite à la hausse naturelle du volume des importations qui

accompagnera le rebond économique. Par ailleurs, les revenus des travailleurs ukrainiens à l'étranger qui représentent entre 3% et 5% du PIB devraient rester assez faibles dans un cadre de récession mondiale, hausse du chômage et fermetures encore présentes de certaines frontières.

Le niveau des réserves en devises a encore augmenté en août pour s'établir à 29 Mds de dollars ce qui représente environ 5 mois d'importations. Ce niveau devrait baisser autour des 27 milliards en fin d'année mais reste néanmoins à un niveau bien plus confortable comparé à ce qu'il était il y a deux ans.



Sources : nationales

Par contre, les améliorations réalisées ces dernières années sur les finances publiques vont être en quelque sorte balayées par les effets de la crise de la Covid-19. La dette publique pourrait dépasser les 66% du PIB (52% en 2019) et le solde budgétaire devrait se creuser autour de 9%. Bien qu'impressionnant, ces dégradations sont du même ordre que celles des autres pays d'Europe centrale et l'effet relatif joue donc favorablement pour l'Ukraine. Cette dette publique est largement détenue en devises à 65%, ce qui laisse l'État sensible au risque de change. L'exposition des banques publiques en titres d'État augmente également avec le refinancement sur le marché domestique.

Enfin à moyen et long terme, la question vitale pour l'Ukraine se pose en termes de croissance potentielle, actuellement estimée entre 4,5% et 5,5% mais qui pourrait diminuer si les IDE s'affaiblissent entraînant un risque économique et politique fort.

Notre opinion – Juste avant la crise de la Covid-19, le président a effectué un remaniement ministériel qui a suscité des interrogations quant à sa volonté politique de mener les réformes promises, de lutter fermement contre la corruption. La démission du Gouverneur de la Banque centrale, juste avant l'été, a renforcé les doutes sur la capacité du gouvernement à garantir l'indépendance de ses institutions dans un pays où l'influence des oligarques est très puissante. La crise économique actuelle fait ressortir encore plus fort la nécessité de ces réformes.

Le FMI, qui devrait débloquer une tranche de 0,7 Md de dollars avant la fin de l'année, exige plus de réformes économiques et des engagements forts du gouvernement ukrainien quant à la lutte contre la corruption sous peine de retarder son déboursement et ainsi de fragiliser la solvabilité et la liquidité de ce

pays fortement endetté. Le président Zelensky se trouve face à une situation délicate : d'une part, il y a la population qui subit de plein fouet les effets de la crise ; d'autre part, le besoin de financement se fait de plus en plus vital et la crédibilité de Zelensky à l'international dépend en grande partie de sa capacité à négocier avec les institutions internationales. L'arrivée de la crise sanitaire complique et retarde la réalisation de ses projets et crée une certaine fatigue tout en soulevant des doutes.

Du point de vue géopolitique, rien n'avance non plus et les tensions se poursuivent dans le Donbass. La perspective de normalisation des relations reste encore lointaine et cela veut dire également que Zelensky pourra difficilement enregistrer des succès sur ce front.

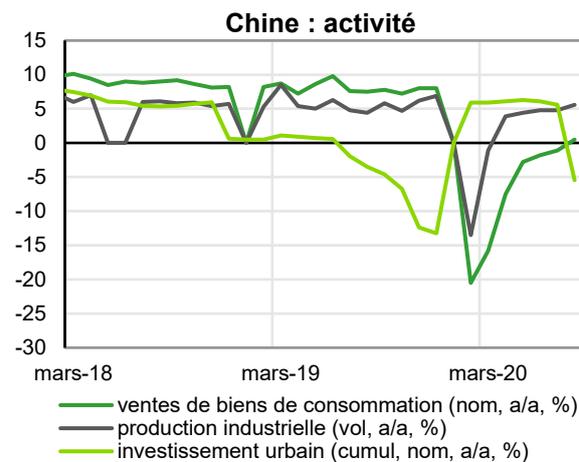
👉 Chine : la faiblesse de la demande inquiète les autorités

Après la publication des données de ventes au détail d'août, qui ont une nouvelle fois déçu par leur niveau, le président Xi Jinping a changé radicalement son discours et a invité la population chinoise à accroître ses efforts pour développer le secteur privé. Il s'agit d'un changement de cap notable, surtout de la part du président, d'habitude plus enclin à défendre les entreprises publiques et l'héritage maoïste chinois.

C'est qu'en coulisse, l'inquiétude monte : en août, les ventes au détail sont certes repassées en territoire positif (+0,5% en g.a.), mais seulement en termes nominaux, ce qui signifie qu'elles se contractent toujours si l'on tient compte de l'inflation. Même les ventes de voitures, qui s'étaient pourtant redressées dès le mois de mai ont fortement ralenti sur les premières semaines de septembre (-8,5% en g.a.). À ces données sont venues s'ajouter celles du marché du travail, qui ne sont pas mieux orientées. Certes, le rythme de création d'emplois a un peu accéléré en août, mais la tendance demeure sous son niveau d'avant-crise (créations d'emplois en baisse de 6% en août contre 17,7% en juillet). Plus inquiétant, les emplois créés sont en majorité peu qualifiés, ce qui signifie que le marché du travail peine à absorber les nouveaux diplômés.

Les données sectorielles montrent également que les secteurs les plus touchés demeurent ceux des services nécessitant un contact ou une proximité physique (restaurants, achats dans les centres commerciaux, cinéma, etc.), et ce alors même que les nouveaux cas de Covid-19 demeurent officiellement très bas. La méfiance de la population, qui se reflète dans ses comportements de consommation (plus de ventes en ligne) et d'épargne (maintien d'une épargne de précaution pour faire face à d'éventuelles pertes de revenu liées à la crise), est donc une zone d'ombre au milieu du scénario de reprise et de victoire sur l'épidémie présenté par Pékin. Même la Commission nationale pour le développement et la réforme (NDRC), le « ministère des ministères », clé de voûte du

système planifié chinois, a indiqué qu'une reprise de la demande était nécessaire pour remplir les objectifs de croissance.



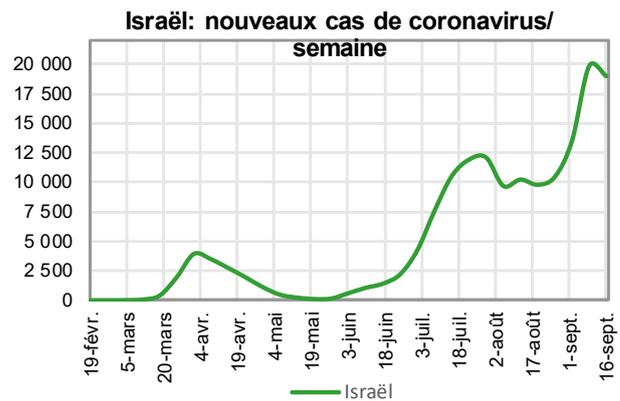
Source : NBS

Toutes ces déclarations semblent indiquer que de nouvelles mesures ciblées sur le secteur privé et la relance de la consommation pourraient être annoncées par les autorités chinoises. Ces dernières pourraient inclure des distributions de coupons de consommation, de nouvelles primes à la casse pour soutenir les achats de voitures, de nouvelles facilités de crédit pour les PME, grâce à des fonds dédiés. La question du financement de ces mesures se pose aussi : jusqu'à présent, le plan de soutien s'est surtout déployé à travers des émissions locales, dont le volume était piloté depuis la capitale.

De quelque nature qu'il soit, il faudra que le signal envoyé soit suffisamment fort pour rétablir la confiance des ménages. Une nouvelle fois, cette crise aura mis en lumière les faiblesses de l'économie chinoise, qui paye aujourd'hui le prix de son absence de protection sociale, en particulier sur le marché de l'emploi.

 **Israël : le reconfinement va accentuer la récession**

En raison de l'explosion récente des cas de coronavirus (160 000 et plus de 19 000 par semaine) et malgré un taux de létalité parmi les plus bas du monde (1 100 morts soit 0,8%), les autorités sanitaires et politiques du pays viennent de décider de reconfiner totalement la population pour trois semaines à compter de mi-septembre 2020. Comme pour le ramadan et les pèlerinages à la Mecque dans les pays musulmans, cette décision radicale a aussi été prise afin d'éviter que des fêtes religieuses ne provoquent une explosion des contaminations. Peu de pays dans le monde ont décidé de lutter contre une seconde vague par des mesures aussi radicales en raison de l'impact très douloureux sur l'économie, les équilibres financiers et le chômage.



Source: OMS, Crédit Agricole SA

✓ Notre opinion – Dans la région Moyen Orient - Afrique du Nord, seul le Maroc a décidé le mois dernier un reconfinement partiel des populations des grandes villes. Cette mesure va faire perdre environ 1,5% de la croissance du PIB au second semestre. Au total, la récession pourrait donc s'établir à 7% et l'impact sur les déficits et la dette publique être encore plus fort qu'estimé. Un ratio de dette publique sur PIB supérieur à 75% est désormais possible à fin 2020.

 **Moyen Orient – Afrique du Nord : la BERD, nouvel acteur de développement régional**

A l'étroit dans son espace de développement d'Europe centrale, par ailleurs convergeant de plus en plus vers des économies de pays « développés », la BERD s'est redéployée depuis quelques années vers l'espace méditerranéen. La Banque européenne de développement intervient désormais dans un grand nombre de pays du Moyen-Orient et d'Afrique du Nord : Egypte, Jordanie, Liban, Maroc, Tunisie et Palestine. Au total, 12,4 Mds € d'investissements pour 8 de tirages effectifs sont inscrits au bilan de cette institution multilatérale

nouvelle dans la région. Acteur qui complète les autres multilatéraux (FMI, Banque mondiale, Banque islamique, AfDB, etc.) qui interviennent dans la région, elle a récemment mis en place un plan de soutien aux économies touchées par la crise du coronavirus comme le soutien aux PME en Egypte à travers des partenaires bancaires commerciaux. Elle finance généralement des projets tant publics que privés avec des buts d'amélioration de l'environnement social.

 **Afrique du Sud : les effets préoccupants de l'épidémie de Covid-19 sur l'économie**

L'Afrique du Sud a violemment souffert de l'épidémie du coronavirus avec plus de 650 000 cas et 15 000 morts, ainsi que l'imposition d'un confinement très strict débuté en avril et progressivement relâché depuis mai. Celui-ci a eu un effet dévastateur sur l'économie : le PIB s'est contracté de 17,6% au deuxième trimestre (-9,2% sur le semestre). Construction, transport, ventes au détail, activités manufacturière et minière : tous ces secteurs se sont contractés de plus de 20%, sans compter l'hôtellerie et la restauration qui ont cessé de fonctionner. Cela s'explique notamment par un recul des exportations et de l'investissement, postes de dépense les plus affectés. Néanmoins, avec la reprise de l'activité, les exportations de minerais et de métaux précieux, qui représentent environ 10% du PIB et 25% des exportations de biens et services, pourraient servir d'amortisseurs, leurs prix étant

relativement résilients face à la crise. Cela n'empêchera pas le pays de connaître une récession de plus de 8% en 2020.

Au-delà de 2020, la croissance s'annonce atone, avec un retour du PIB au niveau d'avant-crise prévu fin 2024. Le pays fait face à une croissance durablement déprimée : depuis 2009, le PIB par habitant n'a progressé que de 4%, en raison de contraintes structurelles fortes que sont le manque de main-d'œuvre qualifiée et une déficience d'infrastructures. Les coupures d'électricité récurrentes ont pesé sur l'activité au premier trimestre. En effet, fin mars 2020, la production annuelle d'électricité de l'entreprise parapublique Eskom a chuté au niveau de celle de l'année 2009.

Pour faire face à la crise, le gouvernement a engagé l'équivalent de 10% du PIB sous forme de dépenses sanitaires et de soutien immédiat à l'économie. L'érosion des recettes fiscales, supérieure à 20% au

deuxième trimestre, devrait faire dériver le déficit public autour de 15% du PIB en 2020. La dette, à 71% du PIB fin 2019, gonflerait ainsi de 30 à 40 points de PIB d'ici 2023. Même si le marché local de capitaux est en mesure d'absorber de tels déficits,

toute inquiétude sur la soutenabilité de cette dette, y compris de la part des détenteurs étrangers de dette en rand, pèserait fortement sur le coût de financement de l'État. En 2020, ce coût devrait déjà représenter 19% des recettes publiques.

✓ Notre opinion – *A court terme, le principal risque est que l'État ne réussisse pas à restaurer ses revenus et de voir parallèlement le coût de son financement augmenter. A moyen terme, le gouvernement doit réussir à réduire ses coûts de fonctionnement et à remettre de l'ordre dans les entreprises d'État pour résorber ses déficits primaires, sans quoi le niveau de dette pèsera durablement sur la capacité de l'État à mener des politiques publiques générant de la croissance.*

Nigeria : la préservation des équilibres au risque de l'inflation

Le Nigeria a beau être la première économie d'Afrique, le pays n'arrive pas à produire bon nombre des produits de base dont a besoin son marché intérieur. Ainsi, le premier exportateur de pétrole du continent importe pour plus de 9 milliards de dollars d'essence faite de raffinerie et pour près de 5 milliards de denrées alimentaires chaque année en l'absence de progrès significatifs de la productivité agricole. Le gouvernement mène donc une stratégie de substitution des importations tous azimuts, parfois en contradiction avec les projets d'intégration régionale. Cette politique s'entremêle aujourd'hui à une pénurie de devises : après avoir interrompu l'accès au dollar pendant des mois, la Banque centrale a repris sa distribution à un rythme de 25 millions de dollars par semaine.

Sur le front alimentaire, des inondations dans le nord-ouest du pays ont détruit en septembre l'équivalent de 20% du riz qu'a produit le Nigeria en 2019. D'autres denrées comme le maïs et le poulet se font également rares. S'ajoute à cela la décision du président d'empêcher l'accès aux devises pour l'importation de nourriture et de fertilisants (menaçant ainsi le rendement des prochaines récoltes). Le but est de favoriser la production locale de ces

produits tout en préservant les réserves en devises du pays.

Le Nigeria est en attente d'un prêt d'un montant de 1,5 milliard de dollars de la part de la Banque mondiale, après avoir reçu 3,4 milliards du FMI. Cependant, l'institution réclame la fin des subventions sur l'essence et l'électricité pour préserver le budget de l'État, les réserves en devises du pays et pour limiter la corruption. Le gouvernement vient de céder aux demandes de la Banque mondiale, entraînant au passage une hausse du prix du carburant de 15% et de celui de l'électricité de près de 100%.

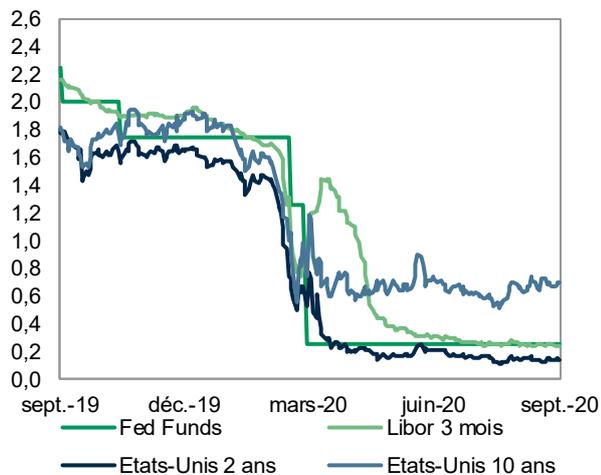
Le rationnement des devises pose également problème pour le remboursement de la dette extérieure. C'est notamment le cas d'une centrale électrique opérée par Azura, un acteur indépendant de l'énergie en Afrique, pourtant en partie financé par la Banque mondiale et qui déclare ne disposer des fonds nécessaires au paiement de sa dette qu'en naira. Plus largement, l'agriculture et l'industrie dépendent beaucoup d'intrants importés. L'accès restreint aux devises cumulé à une hausse des prix de l'énergie devraient peser lourdement sur la reprise économique. En 2020, le PIB pourrait chuter de plus de 5%.

✓ Notre opinion – *L'ensemble des mesures prises par le gouvernement risquent de créer une situation sociale critique, que ce soit en raison de la très forte inflation, qui pourrait dépasser les 15% en 2020, ou par les pertes d'emplois et de revenus qui vont l'accompagner. Sans hausse des prix du pétrole, une stabilisation monétaire devrait donc se réaliser au rythme du versement des aides multilatérales, de la lente augmentation de la base fiscale de l'État et dans l'attente de l'ouverture de nouveaux moyens de production (raffinerie géante plusieurs fois retardée, usines d'engrais inaugurée en août...).*

Tendances à suivre

Taux d'intérêt en dollar américain

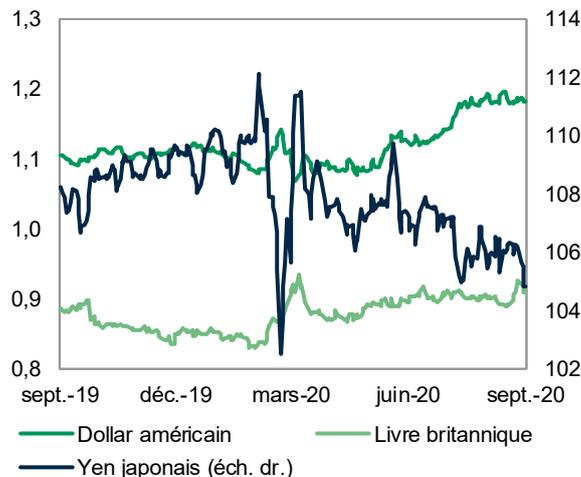
%, interbancaire (Londres) et souverains (Etats-Unis)



Source : Thomson Reuters

Taux de change des principales devises

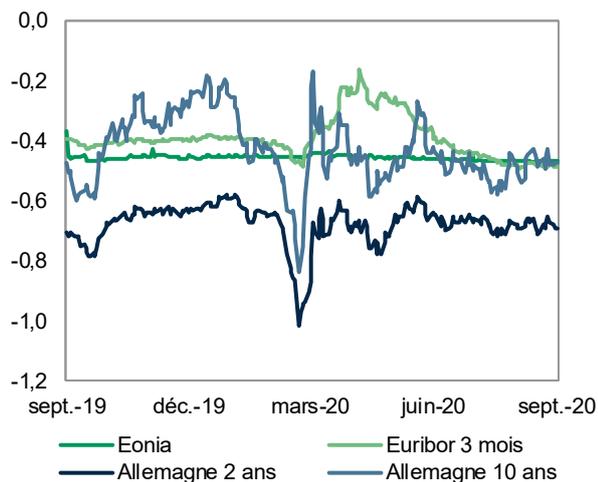
EUR/USD, EUR/GBP et USD/JPY



Source : Thomson Reuters

Taux d'intérêt en euro

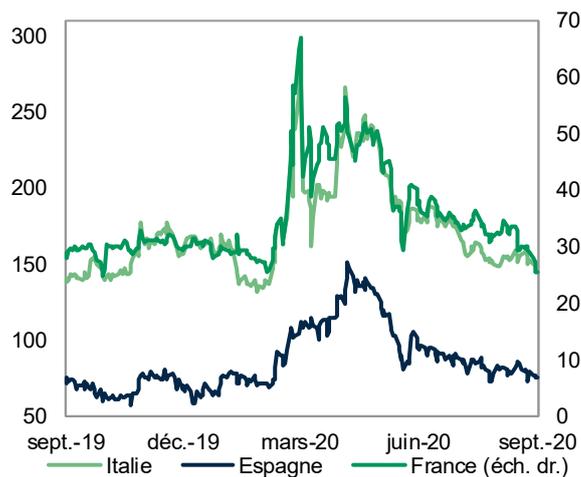
%, interbancaires (Londres) et souverains (Allemagne)



Source : Thomson Reuters

Spreads souverains européens avec le Bund

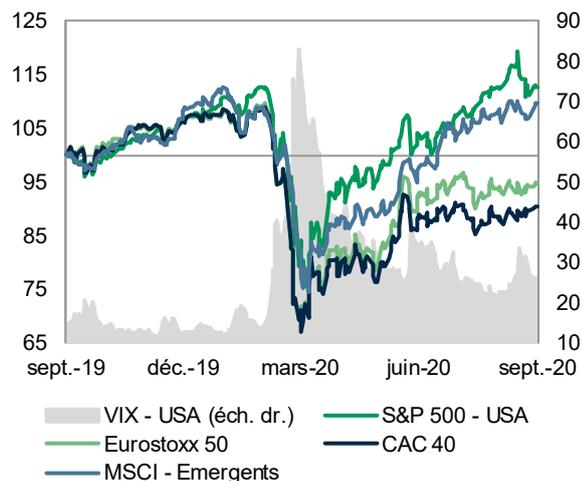
Pdb, dette en EUR à dix ans



Source : Thomson Reuters

Marché actions

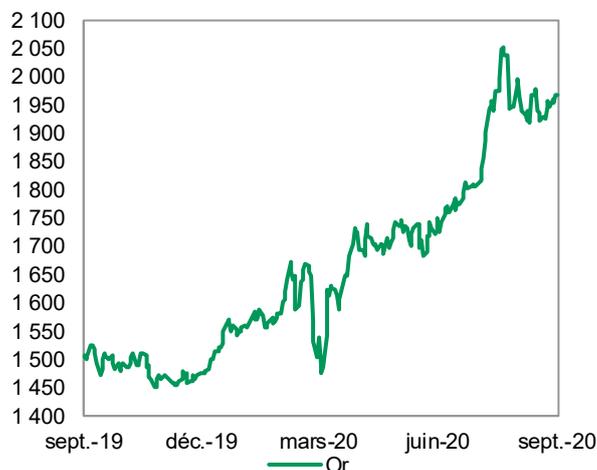
Indice boursiers (100 = début de période) et volatilité VIX



Source : Thomson Reuters

Cours de l'once d'or

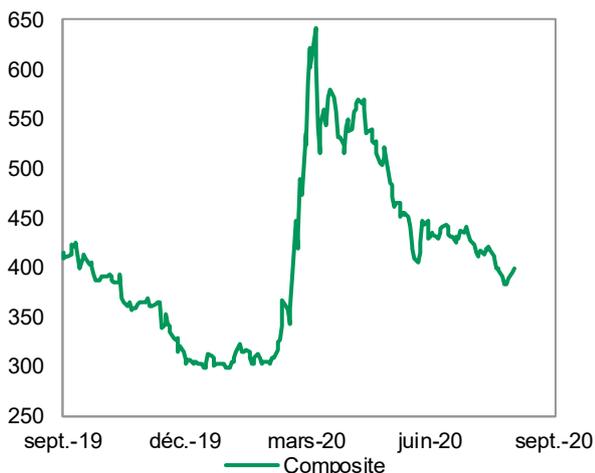
USD/Once troy (Londres)



Source : Thomson Reuters

Spreads souverains émergents avec le T-Bond

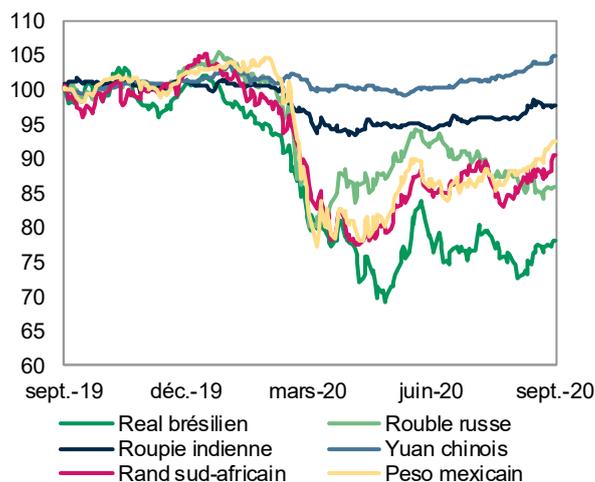
Indices EMBI+ (pdb, dette en USD de plus d'un an)



Source : JP Morgan

Devises émergentes

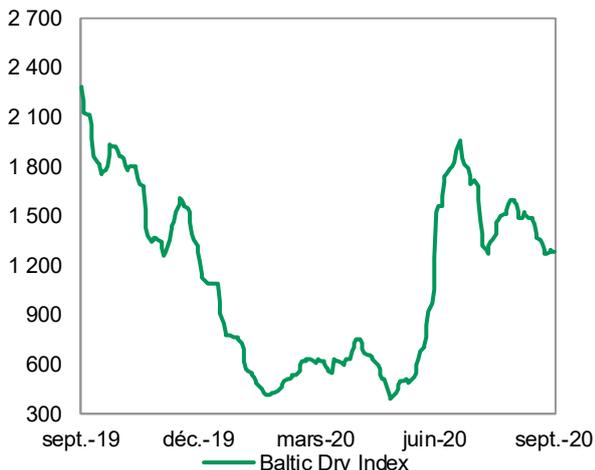
/USD (indice 100 = début de période)



Source : Thomson Reuters

Coût du transport maritime de vrac sec

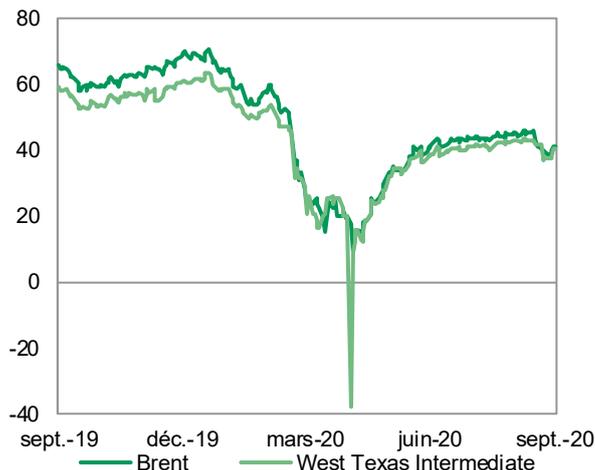
Baltic Dry Index (USD/point)



Source : Baltic Exchange

Cours du baril de pétrole brut en USD

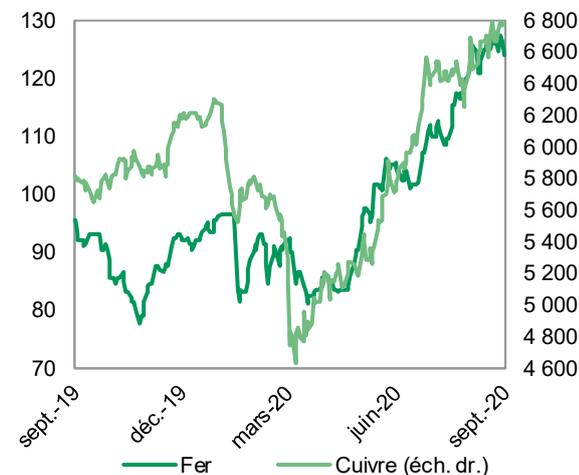
Brent (mer du Nord) et WTI (golfe du Mexique)



Source : Thomson Reuters

Cours des métaux

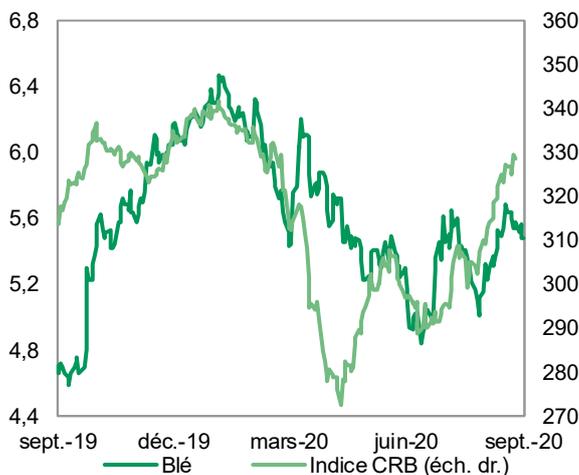
USD/tonne métrique



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
17/09/2020	<u>Quelles évolutions sur les marchés du travail des pays d'Amérique latine ?</u>	Amérique latine
16/09/2020	<u>Un moment stratégique pour les États-Unis</u>	Géopolitique
14/09/2020	<u>BCE : acheter du temps, mais pour quoi faire ?</u>	Zone euro
11/09/2020	<u>Monde – L'actualité de la semaine</u>	Monde
10/09/2020	<u>Zone euro – Conjoncture : flash – agrégats du PIB au T2 2020</u>	Zone euro
09/09/2020	<u>Alors que la reprise s'essouffle légèrement en France, la relance se dessine</u>	France
09/09/2020	<u>Italie : une rentrée politique mouvementée ?</u>	Italie, politique
09/09/2020	<u>Russie – Croissance et politique</u>	Russie
08/09/2020	<u>BCE : quand on reparle de déflation</u>	Zone euro
04/09/2020	<u>Monde – L'actualité de la semaine</u>	Monde
31/08/2020	<u>Allemagne – Conjoncture : PIB au T2-2020</u>	Allemagne
19/08/2020	<u>Zone euro – Conjoncture : flash PIB au T2 2020</u>	Zone euro

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, Agustina GALLI VEGA
Afrique du Nord, Moyen-Orient : Olivier LE CABELLEC
Afrique sub-saharienne : Nathan QUENTRIC
Géopolitique : Julie TEILLARD

Documentation : Dominique PETIT, Elisabeth SERREAU
Statistiques : Robin MOURIER
Réalisation et Secrétariat de rédaction : Véronique CHAMPION

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 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.