

Perspectives

Hebdomadaire – N°20/238 – 2 octobre 2020

MONDE – L'actualité de la semaine

☞ <i>Négociations et attente anxieuse</i>	1
☞ <i>BCE : le passé n'est pas que le passé, il est aussi le futur</i>	3
☞ <i>Fonds européens : gare à l'enthousiasme excessif</i>	4
☞ <i>France : projet de loi de Finance 2021, enclencher la relance dès que possible</i>	5
☞ <i>Allemagne : l'emploi industriel est lui aussi fortement affecté par cette crise</i>	5
☞ <i>Allemagne : redoubler de vigilance pour mieux contrôler l'épidémie</i>	6
☞ <i>Espagne : prolongation des ERTE</i>	7
☞ <i>Italie : les comptes d'agents</i>	8
☞ <i>Royaume-Uni : l'ONS confirme la baisse du PIB de près de 20% au deuxième trimestre</i>	9
☞ <i>Russie : des chiffres décevants pendant l'été</i>	11
☞ <i>Pologne : remaniement du gouvernement, la crise évitée mais la problématique demeure</i>	11
☞ <i>Asean : quels impacts de la Covid-19 sur les comptes courants ?</i>	12
☞ <i>Arabie saoudite : l'endettement public est un peu plus élevé qu'il n'y paraît</i>	13
☞ <i>Koweït : un nouvel émir coopté au sein de la famille</i>	14
☞ <i>Maroc : le PIB se contracte de 14,9% au second trimestre</i>	14
☞ <i>Angola : vers une plus grande participation de la Chine à l'initiative d'allègement de la dette ?</i>	14
☞ <i>Conflit Azerbaïdjan-Arménie : une dynamique très grave d'escalade</i>	16
☞ <i>News géopolitiques</i>	18

☞ **Négociations et attente anxieuse**

Un chiffre clé est venu clore une semaine qui aura été placée sous le sceau des négociations de tous ordres plongeant les marchés dans une attente anxieuse.

Le chiffre clé, c'est -0,3% : l'estimation de l'inflation (glissement annuel) de la zone euro en septembre qui, de nouveau, se replie (après -0,2% en août et au plus bas depuis début 2016) pour une inflation sous-jacente affichant elle-même une hausse encore plus faible (0,2% contre 0,4% en août). Parmi les principales composantes, seuls les produits alimentaires, alcools et tabac affichent une progression annuelle « décente » (1,8% après 1,7%), dopée par le rebond des prix des produits alimentaires non transformés. Les autres grands postes enregistrent des hausses plus modérées (services à 0,5% après 0,7%) ou des baisses plus prononcées (biens industriels non énergétiques à -

0,3% après -0,1% ; énergie à -8,2% après -7,8%). Les grands pays de la zone sont diversement victimes du repli des prix : Italie -0,9%, Espagne -0,6%, Allemagne -0,4%, France 0%.

Compte tenu, d'une part, de l'ampleur de la récession et, d'autre part, de son impact sur les prix de l'énergie (« plombés » par la crainte d'un excès d'offre, les prix du pétrole se sont repliés cette semaine de près de 3% soit une baisse de 41% depuis le début de l'année pour atteindre 39,8 USD/baril), une telle dépression n'est pas insolite. Si cela ne surprend pas la BCE, cela ne peut cependant pas la réjouir. La BCE s'est dite prête à augmenter son soutien mais sans livrer de détails ni sur la forme précise de son action ni sur un éventuel calendrier. Sans militer en faveur d'une action précipitée (qui a parfois l'inconvénient d'affoler les marchés susceptibles de s'interroger sur les

motivations d'un soutien mal anticipé), il serait opportun de ne pas attendre que l'inflation sous-jacente soit négative. Notre scénario¹ retient une augmentation des programmes d'achats de la BCE (PEPP et/ou APP) effective mi- 2021, s'étendant en 2022.

Il est admis que la BCE ne peut garantir seule la stabilisation macro-économique (surtout face à une crise d'une nature de celle provoquée par la pandémie) et, pour la première fois, l'UE s'est dotée d'une capacité de réponse budgétaire en élaborant un plan de relance et au-delà (voir notre scénario trimestriel²) pluriannuel de 1 824 Mds EUR : c'est là qu'intervient le « volet négociations » qui a de quoi troubler les marchés. Soumis à la ratification des parlements nationaux, la Pologne et la Hongrie s'opposent à la validation du plan conditionné, entre autres, au respect de l'État de droit. Nul doute que les négociations finiront par aboutir et ce d'autant plus que ces deux pays, notamment la Pologne, en bénéficient amplement : mais, cela introduit du « bruit » inutilement et risque d'envoyer temporairement l'image d'une Europe audacieuse mais empêtrée dans ses questions institutionnelles.

Par ailleurs, au titre du « volet négociations », figurent les discussions sur la relance budgétaire aux États-Unis. Les démocrates et les républicains évoluent mais leurs propositions sont encore très éloignées (montants et modalités). Les démocrates ont revu à la baisse leur projet initial (de 3 500 Mds USD à 2 200 Mds USD) alors que la Maison Blanche a consenti un effort de 600 Mds USD portant son projet à 1 600 Mds USD. A ce stade, les projets semblent difficilement réconciliables et il paraît peu probable que le Congrès parvienne à un accord bipartisan sur un nouveau « package » budgétaire rapidement.

Enfin, au titre des sources d'incertitudes (en se gardant d'évoquer la pandémie elle-même et loin de prétendre à l'exhaustivité), on peut encore citer les négociations sur le *Brexit*, la mise en quarantaine du président Trump testé positif au coronavirus, l'escalade du conflit Azerbaïdjan-Arménie, l'affirmation de la puissance turque, etc.

¹ Monde – Scénario macro-économique 2020-2021 : tous sont égaux, mais certains sont plus égaux que d'autres...

² idem

Editorial

BCE : le passé n'est pas que le passé, il est aussi le futur

C'était inévitable. La Réserve fédérale a ouvert la voie. La BCE avec son antécédent de cible d'inflation manqué ne pouvait que suivre.

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. En effet, quand la politique monétaire est contrainte par un taux plancher, 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. D'où l'intérêt d'une politique de ciblage moyen de l'inflation (*average inflation targeting*) permettant d'accepter des périodes d'inflation supérieure à la cible pour compenser des périodes d'inflation trop faible.

La politique monétaire américaine s'annonce donc structurellement plus expansionniste afin de modifier de façon permanente les anticipations sur les taux d'intérêt et l'inflation.

L'idée derrière le ciblage moyen de l'inflation est que le passé n'est pas que du passé. L'inflation perdue (le retard par rapport à la cible) n'est pas perdue pour toujours. Au contraire, le passé devient le futur, car on ajoute un élément rétrospectif à l'horizon de

politique monétaire qui permet d'accepter et projeter une inflation plus élevée, tant que la cible n'est pas atteinte en moyenne sur une période suffisamment longue.

Pour la BCE, la stabilité des prix était au départ définie comme une progression sur un an de l'indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH) inférieure à 2% dans la zone euro. Le Conseil des gouverneurs a précisé en 2003 qu'il visait à maintenir le taux d'inflation à un niveau inférieur, mais proche de 2% à moyen terme. Ces définitions étaient nécessaires pour plafonner les anticipations d'inflation à une période où la crédibilité des banques centrales (et de la BCE en tant que nouvelle entité) devait se construire par rapport à leur capacité à maîtriser l'inflation.

Le défi aujourd'hui est autre. La crédibilité doit être restaurée quant à la capacité à atteindre la cible par le bas. Le 2% ne peut plus être un plafond. Déjà M. Draghi avait récemment souligné le caractère symétrique de la cible. Mais une simple déclaration n'a pas suffi à ancrer les anticipations. Il en fallait plus. Il fallait saisir l'opportunité de la révision de la stratégie de la BCE pour confirmer plus ouvertement que la cible doit être perçue comme symétrique sur le moyen terme. La BCE n'est donc pas loin d'affirmer, comme l'a déjà fait la Fed, que la cible de 2% est une moyenne sur le moyen terme.

L'alternative aurait été d'accepter la défaite et de cibler une inflation plus faible. Mais dans un environnement d'endettement croissant, capituler en acceptant un couple d'inflation et de croissance plus faible (et de taux d'intérêts réels plus élevés) comporte un évident questionnement en termes de soutenabilité.

Zone euro

Fonds européens : gare à l'enthousiasme excessif

Les montants paraissent énormes : 750 milliards d'euros partagés entre 390 Mds € de subventions et garanties et 360 Mds € de prêts concessionnels. L'accord paraissait dans la poche après le Conseil européen du 17-21 juillet. Néanmoins, des obstacles existent encore sur le chemin conduisant à l'utilisation du fonds qui doit financer la reprise européenne, le Next Generation EU, (NGEU). Pourtant, la Commission européenne a averti : 70% des 312,5 Mds€ de subventions de la Facilité pour la reprise et la résilience (qui constituent le noyau des 390 Mds€ de subventions et garanties) doivent être engagés avant la fin 2022, le reste en 2023. Il s'agit donc de déjà les intégrer dans les projets de Loi des finances en préparation dans les pays de la zone euro. En ce qui concerne les prêts, les accords de prêt devront être signés avant 2024. En prenant connaissance des premiers projets de loi des finances peu de mentions à ces fonds européens sont faites, y compris dans les pays éligibles aux montants les plus conséquents. Certes, le calendrier de la présentation des Plans nationaux de relance et résilience à la Commission européenne prévoit une première étape le 15 octobre, mais la cohérence entre l'utilisation des fonds et des ressources nationales doit être assurée. Ce qui en résulte est la complexité du processus. La Commission a contraint l'utilisation d'au moins 37% des fonds pour la transition écologique et 20% à la transformation digitale. Il faut donc éviter la fragmentation et dessiner des grandes stratégies intersectorielles avec des synergies dans l'utilisation des fonds. Cela demande du temps et de la capacité administrative de planification pour identifier les projets à cibler. Il est plus probable que les ressources des programmes moins ambitieux en termes de montants mais déjà existants (React-EU 47,5 Mds € pour la cohésion et les territoires ainsi que les 10 Mds € du Fonds pour la Transition Juste) seront les plus vite mobilisées. Il est aussi fort probable que les ressources européennes, notamment s'agissant de prêts, ne viennent pas s'ajouter aux ressources nationales mais plutôt s'y substituer. Cela permettrait de

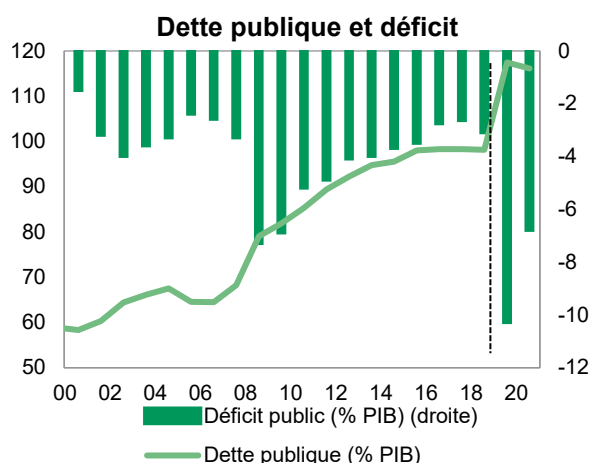
remplacer le financement de marché, plus cher, pour les pays les plus endettés. Ainsi, l'impulsion budgétaire agrégée de la zone euro s'annonce pour l'instant négative. Ce n'est pas ce qu'on aurait attendu dans une phase qui voit un écart négatif de production encore conséquent. Cela ne correspond pas du tout aux préconisations du Comité budgétaire européen, qui avait suggéré de maintenir une orientation expansionniste de la politique budgétaire.

Le probable report à la mi-novembre du début du processus de ratification par les Parlements nationaux n'est pas de bon augure pour une utilisation précoce des fonds européens, car cela risque de décaler le calendrier d'émission obligatoire de l'UE et l'effective disponibilité des fonds. A l'heure où nous écrivons des clarifications pourraient être en cours au sein du Conseil européen, après les dissensions entre pays qui ont refait surface au cours de l'été. Le nœud de la question est le régime de conditionnalité visant à protéger le NGEU, qui prévoit qu'en cas de manquement par un pays la Commission propose des mesures, qui seront adoptées par le Conseil statuant à la majorité qualifiée. La transposition du compromis de juillet des dirigeants européens (voté à l'unanimité) en un texte juridique est l'occasion de tenter un coup de main, notamment par la Hongrie et la Pologne souhaitant revenir en arrière vers un vote à la majorité. Pour des raisons opposées les Pays-Bas, suivis par l'Autriche, la Finlande et le Danemark, souhaitent aussi un vote à l'unanimité afin de mieux protéger le budget de l'UE. Mais il est à craindre que la position hollandaise ne soit pas influencée par la prochaine tournée électorale du mois de mars et que la menace de non ratification soit à la fois un argument électoral et une astuce pour retarder le départ du Plan de relance. Sans clarification à ce jour, c'est au Conseil européen du 15 octobre que la question sera renvoyée avec pour conséquence un retard du processus de ratification par les parlements nationaux.

☑ Notre opinion – La prudence avec laquelle les pays européens s'engagent dans l'utilisation des fonds mis à disposition par le Plan de relance européen résulte sûrement de la complexité des règles, mais tient aussi aux enjeux de crédibilité. La capacité historique d'absorption des fonds européens est faible, notamment pour les pays qui bénéficient des plus gros montants. Après avoir appelé au partage des risques et avoir poussé pour une émission commune par l'UE pour financer ce grand plan de relance, la pression à délivrer des projets d'investissement satisfaisant les contraintes imposées, est grande. Les gouvernements et leurs Plans nationaux de relance seront scrutés non seulement par la Commission mais aussi par leurs pairs, dont les parlements nationaux seront en plein processus de ratification.

France : projet de loi de Finance 2021, enclencher la relance dès que possible

Le gouvernement a présenté lundi son projet de loi de finance pour 2021. Après un déficit prévu à 10,2% en 2020, il atteindrait 6,7% du PIB l'année prochaine, une amélioration du déficit en grande partie due à la reprise de la croissance (le gouvernement table sur une croissance de 8% en 2021) car le gouvernement ne prévoit pas d'économies ou de hausses des recettes fiscales. Le déficit structurel (en incluant les mesures ponctuelles et temporaires et notamment les mesures d'urgence déployées en 2020) sera d'ailleurs quasi stable entre 2020 et 2021 à 3,8% du PIB. La dette publique s'élèverait quant à elle à 117,5% du PIB en 2020 et 116,2% en 2021.



Source : PLF 2021, Crédit Agricole SA ECO

Ainsi, le soutien budgétaire restera important et le gouvernement compte bien profiter de la suspension des règles budgétaires au niveau européen pour relancer la croissance. En effet, le plan « France Relance » présenté au début du mois de septembre est au cœur de ce PLF 2021. Le gouvernement prévoit de déboursier 37 Mds€ sur les 100 Mds€ du plan de relance dès l'an prochain. 10 Mds€ de baisse des impôts de production viendront réduire les recettes fiscales tandis que les 27 Mds€ restant sont des mesures en dépense majoritairement destinées à soutenir l'investissement dans la transition écologique, l'emploi et la santé. Ces 37 Mds€ seront financés à hauteur de 17 Mds€ par le plan de relance européen adopté au début de l'été, les économies en dépense étant très limitées, le reste sera financé par des émissions de dette.

Néanmoins, malgré la hausse des dépenses, la charge d'intérêts de la dette serait réduite à 37 Mds en 2021, après 39 Mds en 2020, soit 1,5% du PIB. Le taux implicite de la dette est très modéré, 1,4% estimé en 2021. Et le taux moyen des nouvelles émissions à long terme est très bas (-0,1% en 2020), compte tenu d'un niveau proche de zéro des taux OAT 10 ans sur les derniers trimestres.

Pour en savoir plus sur le projet de loi de finance 2021 consultez notre note, [Projet de loi de finances pour 2021 : déficit public, 6,7% du PIB après 10,2% en 2020](#).

Notre opinion – Les objectifs de réduction des déficits et de la dette publique sont clairement abandonnés dans ce projet de loi de finance. En suspendant ses règles budgétaires, l'Union européenne veut permettre aux économies de redémarrer sans répéter l'erreur d'un retour trop rapide à l'austérité budgétaire qui risquerait d'empêcher la reprise économique comme dans les années 2010 suite à la crise financière et à la crise des dettes souveraines. Contrairement à d'autres pays européens comme l'Allemagne, la France fait le choix d'un soutien à l'offre et à l'investissement avec ce budget et le plan « France Relance ». Elle soutient un renforcement durable de l'activité, de l'emploi et de la croissance potentielle et la mise en place des réformes structurelles. Le gouvernement estime également que l'épargne accumulée pendant le confinement devrait suffire à stimuler la consommation sous condition de retour de la confiance des ménages et d'une meilleure visibilité sur la résolution de la crise sanitaire. Les objectifs du gouvernement peuvent cependant paraître optimistes. En déboursant 37 milliards d'euros (soit 1,6 point de PIB environ), le gouvernement entend ajouter 1,5 point de PIB à la croissance dès 2021. Le multiplicateur budgétaire pourrait être un peu plus faible qu'estimé et le budget étant orienté en faveur de l'investissement, ses effets pourraient mettre un peu plus de temps avant d'être observables. Les dépenses du plan de relance vont toutefois se poursuivre en 2022, ce qui devrait consolider la trajectoire de reprise de l'économie française.

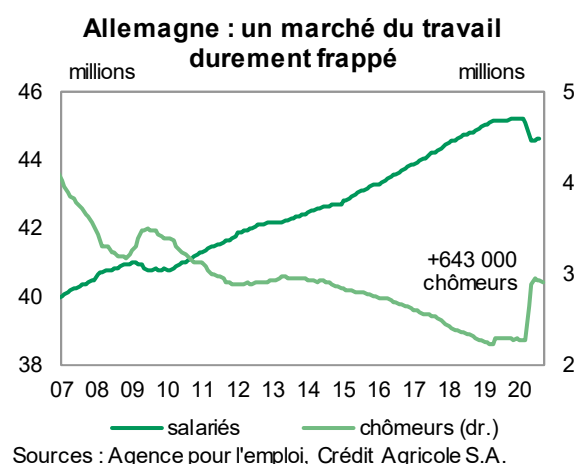
Allemagne : l'emploi industriel est lui aussi fortement affecté par cette crise

Après une très forte détérioration du marché du travail en avril et mai dernier, lorsque le nombre de personnes employées a chuté respectivement de 380 et 160 milliers, la situation de l'emploi semble se redresser timidement depuis le mois de juin. Le nombre de personnes employées n'a en effet augmenté que de 82 000 personnes entre juin et août, ce qui ne permet pas de compenser les

emplois détruits par la crise sanitaire. Le nombre de personnes au chômage a grimpé de 643 000 unités depuis février et le taux de chômage s'est accru de 1,4 point pour atteindre 6,4% de la population active en août, avant de se tasser légèrement à 6,3% en septembre. Si les mesures de soutien à l'économie ont été massives et les recours au chômage partiel sans précédent, la crise sanitaire a néanmoins

laissé des traces durables sur l'emploi. Selon les estimations de l'Agence fédérale pour l'emploi, près de 6 millions de travailleurs étaient au chômage partiel au mois d'avril, un chiffre qui tombe à 3,7 millions au mois d'août mais qu'il faut mettre au regard des 1,5 million de personnes pendant la crise financière de 2009. Le nombre de personnes encore aujourd'hui au chômage partiel demeure plus du double de celui enregistré au plus fort de la crise de 2009, et le dispositif de soutien a été reconduit jusqu'à fin 2021 par le gouvernement afin de préserver au mieux l'emploi. Toutefois, les annonces de plans de restructuration se multiplient, notamment dans le secteur de l'automobile en pleine transformation et particulièrement touché par la crise. Le groupe MAN (constructeur de camions et bus, propriété de Volkswagen) a annoncé la suppression de 9 500 postes et le fournisseur de pièces détachées Continental envisage de se séparer de 10 000 personnes, le fournisseur

Schaeffler comptabilise 4 400 postes de moins et BMW prévoit 6 000 suppressions de postes.

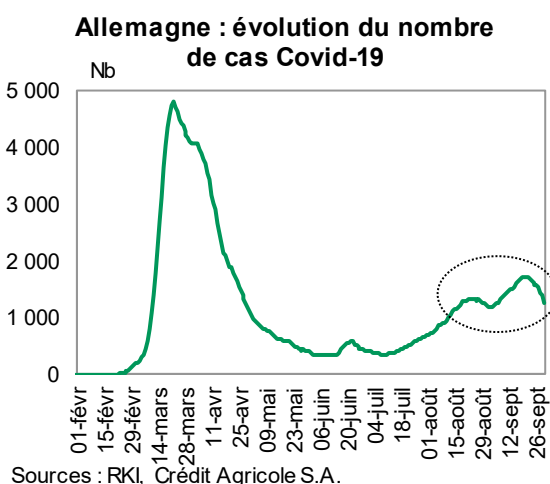


Notre opinion – Malgré un chômage partiel massif, la crise économique et sanitaire a jusqu'ici produit 650 000 chômeurs depuis le début de l'année. La situation de l'emploi ne s'améliore que très récemment, et très graduellement, avec des chiffres de l'emploi salarié qui ne progressent que faiblement. Cependant, la faiblesse de la demande mondiale, et les multiples difficultés du secteur automobile allemand font craindre des licenciements importants dans l'industrie alors que les secteurs de services continuent d'être pénalisés par les mesures de distanciation sociale durablement installées.

👉 Allemagne : redoubler de vigilance pour mieux contrôler l'épidémie

A l'issue d'une réunion d'urgence avec les seize représentants des régions, la chancelière allemande a exposé de nouvelles mesures pour freiner la hausse des infections qui connaît un nouveau sursaut depuis la mi-août. Le nombre d'infections augmente en effet autour de 12 000 cas sur sept jours à la fin du mois de septembre contre environ 2 500 cas en juin. Ces nouvelles mesures fixent une limite au nombre de personnes dans les fêtes privées et publiques jugées responsables de ce regain de contaminations. Dorénavant, si le nombre de 35 nouvelles infections pour 100 000 habitants est dépassé sur sept jours dans une ville ou une circonscription, les fêtes dans des salles louées seront limitées à 50 participants et une limite de 25 personnes est recommandée dans les regroupements familiaux et les fêtes privées. Si le nombre d'incidences atteint les 50 personnes pour 100 000 habitants, les fêtes dans les salles louées seront limitées à 25 participants et un maximum de 10 personnes est recommandé pour les fêtes privées en appartement. Par ailleurs, le gouvernement a souhaité qu'un contrôle renforcé soit effectué dans les restaurants pour vérifier l'authenticité des coordonnées laissées par les clients (un grand nombre de fausses déclarations empêchant le traçage de la chaîne de transmission du virus). A ce stade, le nombre d'incidences pour 100 000 habitants atteint 14,5 personnes au 30 septembre au niveau national, mais deux circonscriptions dépassent le seuil de 50 cas (la première en raison de

contaminations lors d'un mariage, la seconde en lien avec un foyer dans une école). Plusieurs circonscriptions sont également sous surveillance accrue en raison d'un taux d'incidence supérieure à 25. Egalement, les États auront la possibilité d'interdire ou de limiter temporellement la vente d'alcool dans les bars et restaurants pour freiner l'épidémie. Par ailleurs, les chefs de gouvernement ont appelé à ne pas voyager dans les zones à risque durant les vacances d'automne et préconisé l'utilisation des tests rapides, en particulier pour les personnes de retour d'un voyage. Enfin, les personnes les plus à risque sont fortement incitées à se vacciner contre la grippe pour éviter une double infection.



✓ **Notre opinion** – La stratégie du « hot-spot » consistant à cibler, tester et isoler les personnes infectées semble jusqu'ici avoir porté ses fruits mais l'approche des vacances de la Toussaint et des fêtes de fin d'année font craindre un retour en force des contaminations. L'inquiétude sur le triplement du nombre d'infections depuis le mois de juin a conduit à de nouvelles mesures préventives pour devancer l'évolution de l'épidémie et éviter de compromettre le redémarrage de l'économie allemande.

Espagne : prolongation des ERTE

Un mois après le début des négociations, le gouvernement a approuvé ce mardi la prolongation des ERTE jusqu'au 31 janvier 2021. Parmi les dispositions les plus significatives, nous retiendrons l'assouplissement des conditions pour les entreprises qui sont affectées par des obstacles à l'ouverture de leurs activités en raison de mesures de confinement ou d'obligations de fermeture pour contenir la propagation du virus. Les entreprises des communes ou des quartiers confinés pourront ainsi profiter de ces conditions. Les entreprises de moins de 50 salariés seront exonérées à 100% des cotisations de la Sécurité sociale pendant la période de fermeture. Pour les plus grands, la prime sera de 90%.

Une autre nouveauté de l'accord est l'inclusion des dossiers ERTE pour les limitations d'activités découlant de nouvelles restrictions ou mesures de confinement. Dans ce cas, les entreprises de tout secteur ou activité qui voient diminuer leurs activités en raison des limitations sanitaires pourront bénéficier des exonérations décroissantes : 100% en octobre, 90% en novembre, 85% en décembre et

80% en janvier pour les entreprises de moins de 50 salariés. Pour les plus grands, l'exonération sera respectivement de 90%, 80%, 75% et 70%.

Les ERTE en vigueur à l'entrée de cette extension continueront à être applicables dans les conditions prévues à condition d'être dans les secteurs les plus touchés (ceux qui, entre le 30 avril et le 7 septembre ont eu un taux de reprise d'activité inférieur à 65% et aussi un taux d'affiliés couverts par ERTEs au-dessus de 15%). Les principaux secteurs concernés seraient l'hôtellerie, l'hébergement touristique, le transport aérien, les cinémas et les loisirs. Dans ce cas, les exonérations seront de 85% d'octobre à janvier dans les entreprises de moins de 50 salariés et de 75% dans celles de plus de 50, soit un niveau de prestations plus généreux que celui existant en septembre.

En outre, les entreprises qui bénéficient des exonérations ne pourront pas licencier des effectifs pendant une période de 6 mois et la prestation se maintiendra à 70% du salaire.

✓ **Notre opinion** – Le Conseil des ministres a donné le feu vert à une nouvelle prolongation des ERTE jusqu'au 31 janvier 2021 après avoir conclu un nouveau pacte avec les syndicats et les employeurs. La clé pour y parvenir a été l'augmentation des exonérations de charges sociales – entre 100 et 70% – pour les entreprises de l'ERTE qui voient leur activité limitée pendant la deuxième vague du virus.

Depuis mars, le coût des aides liées à ERTE et des allocations aux indépendants atteint 22 milliards d'euros, selon le ministère des Finances, qui estime que ce montant augmentera chaque mois de 1 milliard. Et, malgré les fonds publics consacrés au versement de 70% du salaire aux travailleurs des entreprises sous l'ERTE, une partie de ces emplois pourrait être détruite une fois l'aide terminée. C'est l'une des conclusions d'une étude du cabinet de conseil Grant Thornton, basée sur des enquêtes auprès de 10 000 entreprises européennes, dont 400 espagnoles. Sur ces 400 entreprises, 50% sont concernées par un ERTE et seulement 4 sur 10 d'entre elles prévoient de conserver tous leurs emplois après la pandémie. Ainsi, 60% des entreprises espagnoles n'envisagent pas de réintégrer l'ensemble de leurs effectifs et 17% estiment qu'elles garderont moins de la moitié des effectifs. Les managers espagnols se distinguent également par leur pessimisme quant à l'évolution de leur propre entreprise (75% s'attendent à ce que leurs revenus baissent en 2020, contre la moyenne européenne de 67%) et à la période nécessaire pour retrouver les niveaux d'activité d'avant-crise (32% prévoient qu'il faudra entre 6 mois et 1 an, 23% entre 1 et 2 ans et 11% plus de deux ans). En ce qui concerne leurs demandes aux autorités, plus de la moitié demandent plus de déductions et d'exonérations fiscales, des équipements de protection individuelle et un soutien au télétravail, tandis qu'un peu moins de la moitié demande également des exonérations ou des reports de cotisations à la Sécurité sociale, en plus des mesures de soutien à la numérisation et de plus grandes facilités de crédit.

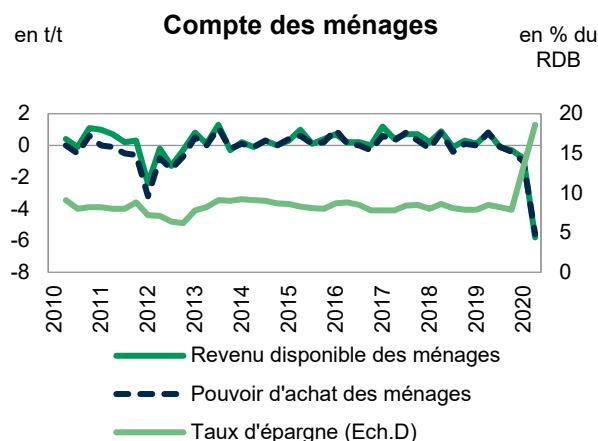
👉 Italie : les comptes d'agents

Pour le deuxième trimestre consécutif, le revenu disponible des ménages a enregistré un repli (-5,8%). Cette diminution qui reste de moindre ampleur que celle de l'activité est nettement en hausse par rapport au premier trimestre révisé à -0,8%. La baisse du pouvoir d'achat qui en a découlé a été légèrement moins marquée (-5,3%) en raison d'une dynamique des prix faiblement négative (-0,2% pour le déflateur implicite de la consommation). Les contraintes sur la consommation ont conduit à un rebond de la propension marginale à épargner qui a augmenté de 5,3 points de pourcentage par rapport au trimestre précédent pour atteindre 18,6%. Le taux d'investissement des ménages s'est établi à 4,5%, soit 0,9 point de pourcentage de moins qu'au trimestre précédent.

Les marges des sociétés non financières ont diminué de 2 points de pourcentage au cours du deuxième trimestre pour s'établir à 39,0% de la valeur ajoutée. Cette dernière s'est contractée de 18,2% tandis que l'excédent brut d'exploitation a diminué de 22,1%. L'investissement fixe des sociétés non financières était de 22,1%.

Le solde des administrations publiques s'est fortement dégradé au second trimestre et affiche une dette nette de 10,3%. La réponse publique à la crise sanitaire s'est traduite par une hausse des dépenses totales de 6,4% par rapport à la même période en 2019, liée à une hausse des dépenses

courantes de 7,1%. Les prestations en espèces de la Sécurité sociale ont enregistré une forte croissance pendant la période (+14,3%), tandis que les dépenses en capital ont diminué de 3,2%. Les recettes totales ont quant à elles diminué de 11,5%. La dégradation des finances publiques a fait plonger le solde primaire en territoire négatif avec un déficit de 5,9% du PIB (contre un excédent de +4,1% au deuxième trimestre 2019). La pression fiscale a augmenté à 43,2% malgré une réduction marquée des recettes fiscales et des contributions.



Source : Istat, Crédit Agricole S.A.

✓ Notre opinion – La publication des comptes d'agents du deuxième trimestre par l'Istat permet de compléter notre lecture de la période de confinement. Les mesures de soutien à l'emploi ont permis de contenir la baisse du revenu disponible qui reste plus marquée qu'en France mais moins qu'en Allemagne. Malgré une baisse du pouvoir d'achat, les contraintes sur la consommation pendant la période de confinement se sont traduites par une forte hausse du taux d'épargne. Cette manne accumulée par les ménages pourrait constituer un véritable levier pour le redémarrage de la consommation, mais il est peu probable qu'elle soit mobilisée à court terme. La confiance des ménages bien qu'elle tende à l'amélioration, reste marquée par un fort contexte d'incertitudes qui devrait continuer de nourrir l'épargne de précaution. La rentabilité des entreprises accuse le coup mais le tableau est moins noir que celui dépeint par les enquêtes Istat durant le confinement, en partie grâce au dynamisme du redémarrage en mai et juin. Enfin, le creusement des comptes des APU témoigne à la fois de l'ampleur de la crise sur l'activité et de l'importance des moyens fournis pour en mitiger les conséquences. Malgré le rebond de l'activité attendue au troisième trimestre, on ne s'attend pas à une forte modification des ratios.

Royaume-Uni

Royaume-Uni : l'ONS confirme la baisse du PIB de près de 20% au deuxième trimestre

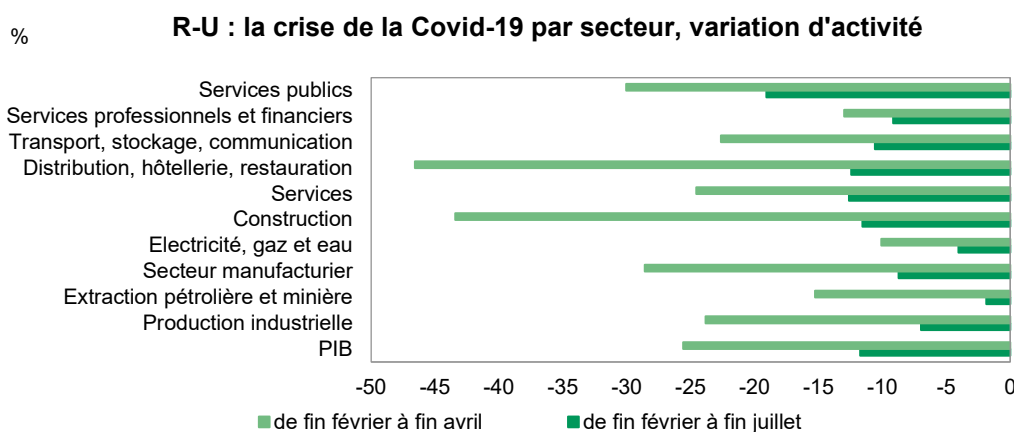
Le PIB s'est contracté de 19,8% en variation trimestrielle au deuxième trimestre, un peu moins que la première estimation de l'Office des statistiques nationales britanniques (-20,4%). Il s'agit de la pire performance de l'économie depuis le début de la série en 1955. Le premier trimestre affiche en revanche une baisse un peu plus prononcée de 2,5% contre -2,2% estimé précédemment. Ces ajustements sont mineurs au regard de la baisse cumulée de l'activité au cours de la première moitié de l'année qui, à -21,8% reste très proche de celle estimée lors de la première estimation (-22,1%). En variation sur un an au deuxième trimestre, le PIB affiche une baisse de 21,5%. En niveau, il se situe à son plus bas depuis le premier trimestre 2003.

La fermeture des commerces non essentiels fin mars et, de manière générale, la mise en place de mesures de distanciation sociale par le gouvernement afin de restreindre l'épidémie ont provoqué des chutes record dans les secteurs des services, de l'industrie et de la construction. Les services baissent de 19,3% au deuxième trimestre après -2,5% au premier trimestre. Si la crise a été généralisée à travers les activités, le secteur de la distribution, de la restauration et de l'hôtellerie, particulièrement touché par la crise en raison des mesures gouvernementales, affiche une baisse de

33,1% au deuxième trimestre après 4,7% au premier trimestre.

L'industrie manufacturière, qui était déjà souffrante tout au long de l'année dernière en raison de la guerre commerciale sino-américaine, des difficultés dans l'industrie automobile, des incertitudes liées au Brexit et de l'essoufflement du cycle industriel mondial, s'est contractée de 20,2% au deuxième trimestre dû à la fermeture de nombreuses usines, aggravant ainsi une récession longue de cinq trimestres. Le secteur affiche ainsi un repli vertigineux de 75,7% depuis le premier trimestre 2019. L'industrie dans son ensemble se contracte de 16,3% au deuxième trimestre, après quatre trimestres de baisses consécutives et un recul de 20% sur l'ensemble de la période. Si la baisse au deuxième trimestre concerne les quatre sous-secteurs (extraction minière et pétrolière, électricité, gaz et eau), elle est principalement tirée par le repli dans le secteur manufacturier.

Enfin, le confinement de la population a freiné l'activité dans la construction où l'ampleur du repli (-36% sur le trimestre) est parmi les plus significatives, talonnant de peu celui de la distribution, l'hôtellerie et la restauration.



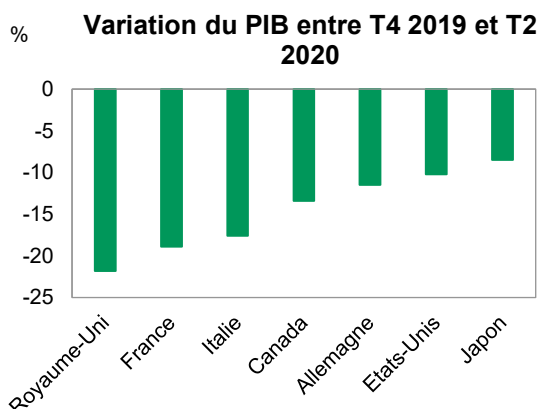
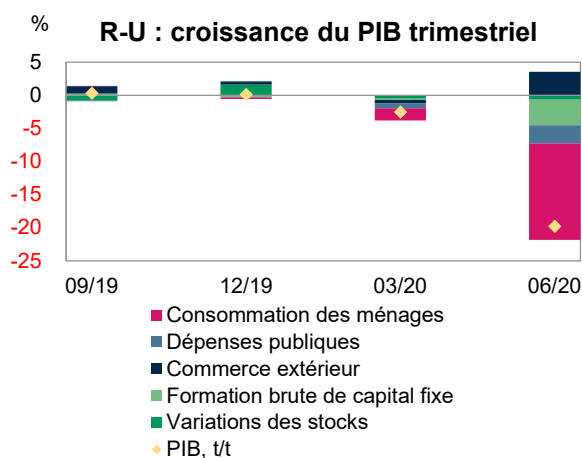
Source : ONS, Crédit Agricole S.A.

L'analyse du PIB par dépenses confirme une contraction record quasi généralisée tirée principalement par la demande intérieure. La consommation des ménages baisse de 23,6% sur le trimestre, une performance négative pour le troisième trimestre consécutif, qui s'accompagne par une hausse du taux d'épargne à 29,1% après 9,6% au premier trimestre. Corroborant les analyses de l'*output* par secteur, la baisse de la consommation des ménages reflète surtout les chutes de dépenses dans les restaurants et les hôtels, le transport, les loisirs et la culture. La

consommation publique chute de 14,6%, en raison d'une baisse de l'activité dans le secteur de la santé et de l'éducation, tandis que l'investissement public est le seul à avoir progressé sur le trimestre de 19,3%. L'investissement productif accuse une baisse (-26,5%) pour le troisième trimestre d'affilée. L'investissement immobilier se contracte quant à lui de 41,6% sur le trimestre. Les détails du PIB révèlent par ailleurs un important mouvement de déstockage contribuant pour -0,7 point de pourcentage à la croissance après -0,5 au premier trimestre. La demande intérieure totale se replie de 23,3% sur le

trimestre et s'enfonce dans sa récession, entamée au deuxième trimestre 2019 sur fond de baisse de l'investissement. Les importations se contractent en ligne avec la demande intérieure, de 22,7% sur le trimestre (après -9,2% au premier trimestre), et de

manière plus forte que les exportations en chute de 11% sur le trimestre (après -10,7% au premier trimestre). En conséquence, le solde commercial contribue positivement, de 3,6 points de pourcentage, à la croissance sur le trimestre.



✓ Notre opinion – La baisse du PIB britannique sur la première moitié de l'année est exceptionnelle du fait qu'il s'agit d'une contraction record dans un laps de temps extrêmement court puisqu'en réalité la baisse de l'activité a été concentrée en mars et en avril. Mais il ne faut pas perdre de vue que cette récession s'inscrit dans le prolongement d'un ralentissement de l'économie britannique qui pré-datait la pandémie, comme le révèle le profil de croissance de la demande intérieure avec ses cinq trimestres de baisses consécutives. Le ralentissement de la croissance des ménages est particulièrement frappant puisque d'une variation trimestrielle moyenne de 0,9% en 2016, elle est passée à 0% en moyenne courant 2019. Les vives incertitudes liées au Brexit semblent expliquer en grande partie ce ralentissement, alors que le marché du travail était resté jusqu'à la crise actuelle proche du plein emploi.

La reprise post-confinement entamée au mois de mai semble relativement vigoureuse au vu de certains indicateurs de dépenses de consommation, notamment les ventes au détail qui remontent de 33,5% entre fin avril et fin août, ainsi que les enquêtes PMI de confiance auprès des directeurs d'achats. Cependant, d'autres indicateurs sont beaucoup moins optimistes. Il s'agit notamment de la confiance du consommateur qui est cruciale pour la pérennité de la reprise. Le rétablissement de celle-ci est extrêmement lente. L'indice GfK s'est établi à -25 en juin en hausse depuis -36 en avril, mais reste très en-dessous de sa moyenne des 12 mois précédant la crise (-11,8 à fin février). Or, les perspectives ne suggèrent guère une amélioration à court terme : recrudescence de l'épidémie, resserrement des restrictions sociales, perspectives de licenciements massifs dans certains secteurs. Les ménages devraient donc rester prudents. Le taux d'épargne devrait rester anormalement élevé sur fond de comportement de précaution.

Au mois de juillet, les dernières données dures de l'activité signalent un acquis de croissance pour le troisième trimestre à 13,4%. Le PIB progressait pour le troisième mois consécutif mais son rythme de hausse ralentissait par rapport au mois de juin. Nous prévoyons un rebond du PIB de 17% au troisième trimestre, suivi par un essoufflement marqué de la croissance au quatrième trimestre à 2,7% en raison de la hausse prévue du taux de chômage, de resserrement des restrictions gouvernementales anti-Covid et de l'incertitude persistante sur le Brexit.

Pays émergents

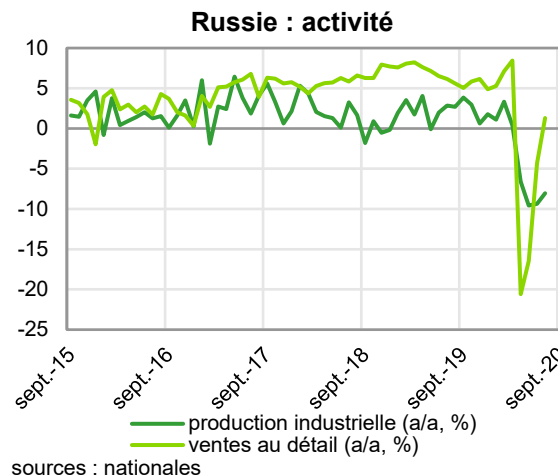
Russie : des chiffres décevants pendant l'été

Les derniers chiffres d'août sont moins bons que ne l'attendait le consensus, notamment en matière de vente au détail mais surtout de production manufacturière, notamment dans le secteur des métaux et de la production automobile (-21% a/a). De plus, le taux de chômage augmente, à 6,4% en août.

Par ailleurs, les derniers chiffres de septembre montrent une dégradation très nette de la fréquentation des bars et cafés, qui s'explique par une dégradation de la situation sanitaire et une perte de confiance des Russes, surtout à Moscou, qui est particulièrement concerné par la seconde vague.

Contrairement aux signaux conjoncturels envoyés fin juillet, la Russie peine donc à redémarrer rapidement, d'autant que les effets de la fermeture des frontières sur les dépenses intérieures sont moins importants qu'on ne pouvait l'espérer.

Surtout, ces statistiques en demi-teinte arrivent dans un moment où la Banque centrale ne pourra certainement plus soutenir la conjoncture.



✓ Notre opinion – *La rapidité de la reprise russe risque d'être décevante et le bilan conjoncturel du pays dans les mois qui viennent va être très dépendant à la fois de la deuxième vague Covid, mais aussi du prix du pétrole (et de l'impact de la seconde vague sur ce dernier). Par ailleurs, la composante de cette reprise reste toujours très décalée de ce que l'on voit en Chine par exemple, puisqu'en Russie comme dans les pays européens, c'est la demande qui tire l'activité, et non l'offre. Cette situation va demander beaucoup de doigté, en termes de politique économique, dans les mois à venir. Et à terme, le redémarrage de l'investissement va être un enjeu très important pour un pays dont la croissance potentielle était déjà basse avant la crise.*

Pologne : remaniement du gouvernement, la crise évitée mais la problématique demeure

La première grande nouveauté de ce remaniement est l'entrée au gouvernement du chef du Parti Droit et Justice (PiS), Jaroslaw Kaczynsky. Il était déjà l'homme fort du pays en opérant dans l'ombre mais d'une façon assez autoritaire sur les membres du gouvernement et le Premier ministre choisis toujours par ses soins. Son entrée en tant que Premier ministre adjoint interroge sur les évolutions politiques et les fractures au sein du Parti.

Premièrement, les fractures au sein du PiS ne datent pas d'aujourd'hui, en revanche la forte rivalité entre le Premier ministre Morawiecki et le ministre de la Justice Ziobro sur la succession à la tête de la droite polonaise s'est fortement accentuée risquant de mener le pays à des élections anticipées.

Par ce geste fort, Kaczynsky montre d'abord qu'il n'est pas prêt de renoncer au PiS et ensuite qu'il est le seul à pouvoir choisir son successeur.

Il y a quelques jours, le chef du Parti a proposé une loi au parlement sur la protection animale, sujet qui lui tient à cœur mais qui est largement contesté par le secteur agricole polonais. Ce projet de loi qui

servait presque de test de fidélité a été rejeté par les membres du parlement soutenant le ministre Ziobro en déclenchant ainsi les hostilités de J. Kaczynsky.

La position choisie pour ses propres fonctions a été celle de vice-Premier ministre en charge de la supervision de la justice, ce qui lui permet d'être au milieu et au-dessus des ambitions des deux prétendants.

Une nouvelle entrée marque ce remaniement, c'est celle de l'ultraconservateur P. Czarnek en tant que ministre de l'Éducation. Cet universitaire est bien connu pour son ancrage religieux d'extrême droite et sa position ouverte contre les communautés LGBT.

Ce choix rappelle également le chemin hongrois, très similaire dans la matière, qui vise à réformer et construire une idéologie conservatrice à travers les institutions académiques.

Enfin, les portefeuilles ministériels ont été dans l'ensemble réduits passant de 20 ministères à seulement 14 dans un objectif d'efficacité dans la prise de décisions selon le Premier ministre.

✓ **Notre opinion** – Ce remaniement montre bien que la classe politique polonaise est sous pression et que les fractures politiques au sein du PiS se réveillent. Le chef du Parti a trouvé une solution à cette situation de crise via sa propre nomination au gouvernement mais cela ne suffira pas à résoudre les problématiques de fond liées à sa succession et plus globalement à l'orientation politique du PiS.

Les courants très conservateurs du Parti se montrent de plus en plus agressifs et ambitieux. Pour le moment, le ministre de la Justice Ziobro n'a pas suffisamment d'appuis pour faire cavalier seul mais il se prépare. Ce dernier a orchestré jusqu'à présent l'ensemble des réformes judiciaires qui ont valu à la Pologne le déclenchement de l'Article 7 par l'UE la menaçant de suspension de droit de vote pour atteintes graves à l'État de droit.

Actuellement, la Pologne et la Hongrie s'opposent à la validation du plan de relance européen conditionné au respect de l'État de droit et la diplomatie européenne toute entière est à l'œuvre afin de négocier avec ces deux pays sans trop retarder la mise en place de ce plan tant attendu et nécessaire pour l'ensemble des économies des pays membres.

Dans ces conditions, le choix de Kaczynsky de superviser lui-même les réformes de la justice lui permettra certainement de pouvoir agir plus légitimement et activement sur ces dossiers de négociations tout en exerçant une pression sur le ministre Ziobro. Il faut rappeler que les enjeux pour la Pologne sont colossaux pour laisser agir seul un tel rival politique. La Pologne devrait bénéficier du plan de relance économique européen à hauteur de 23 milliards d'euros.

En revanche, la nomination du ministre de l'Éducation laisse comprendre que la ligne idéologique du PiS devrait davantage se renforcer et les désaccords avec les institutions européennes vont se poursuivre à bon rythme.

👉 Asean : quels impacts de la Covid-19 sur les comptes courants ?

Très ouvertes, les économies de l'ASEAN ont souffert du ralentissement du commerce extérieur dû à la baisse de la demande mondiale. Neuf mois après le début de la crise sanitaire, le creux du cycle semble être derrière elles. La reprise semble toutefois inégale, et plus lente qu'escomptée. Attention donc aux impacts sur les comptes courants et le change, qui réservent des surprises dans cet environnement bouleversé, où les effets de compensation sont difficiles à mesurer.

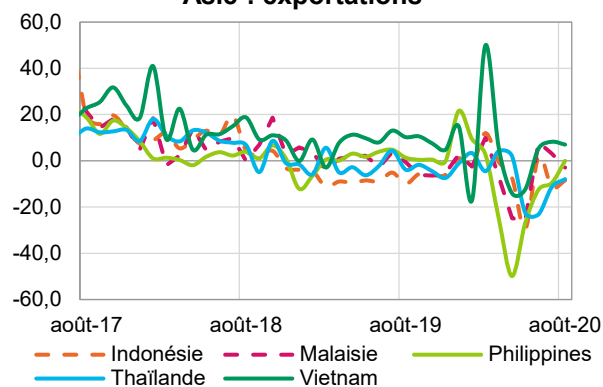
La grande convergence ?

Un premier constat : à l'exception de Singapour, qui partait de niveaux d'avant-crise extrêmement élevés (plus de 15% du PIB), les excédents et déficits courants vont se resserrer dans la zone. Les pays traditionnellement excédentaires (Thaïlande, Malaisie, Vietnam) vont ainsi pâtir de la faiblesse des flux touristiques, qui risque de se prolonger encore en 2021. Et ce d'autant plus que les principaux pays pourvoyeurs de touristes dans la zone, au premier rang desquels la Chine, dont la balance des services touristiques est structurellement déficitaire, ont tout intérêt à retenir leur population pour profiter de leur pouvoir de consommation.

Le Vietnam peut, pour compenser la faiblesse des flux de services, compter sur un commerce de biens particulièrement dynamique – ses exportations ont renoué avec la croissance après seulement deux mois de contraction – porté par une spécialisation dans les produits électriques (semi-conducteurs, circuits intégrés). C'est plus délicat pour la Thaïlande, qui pâtit de sa spécialisation dans le secteur automobile (voitures et pièces détachées), et dont le secteur manufacturier peine à redémarrer. Enfin, la Malaisie bénéficie aussi d'une forte

spécialisation dans les circuits intégrés, ayant permis à ses exportations de biens de rebondir plutôt rapidement. La remontée et la stabilisation des cours du pétrole ont aussi aidé.

Asie : exportations



Sources : nationales

De l'autre côté, on retrouve les pays au déficit courant structurel : l'Indonésie et les Philippines. Malgré des modèles de croissance assez différents, ces derniers présentent un premier point commun, celui d'être importateurs nets de matières premières (pétrole et métaux), et donc d'avoir profité de la baisse des cours pour consolider leur balance commerciale.

Pour les Philippines, la réduction annoncée du déficit courant n'est cependant pas nécessairement une bonne nouvelle : elle est essentiellement due à la chute des importations et aux effets du confinement prolongé subi par l'île de Luzon (70% du PIB et pôle industriel du pays), qui a eu un impact énorme sur la production industrielle. Alors que les Philippines, elles aussi spécialisées dans la

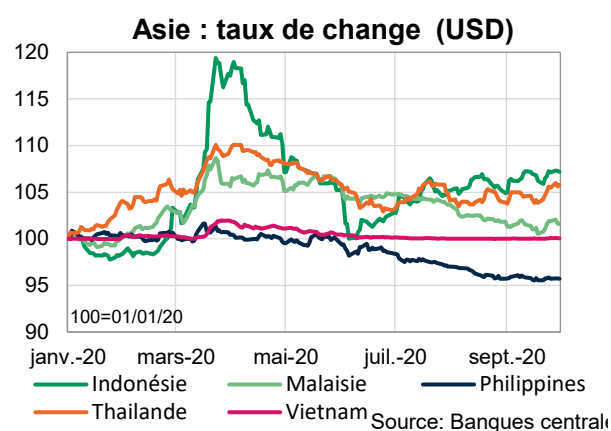
production de circuits intégrés, auraient pu bénéficier de ce marché porteur, elles ont été très pénalisées par le cycle sanitaire et ont pu perdre des parts de marché dans ce secteur très concurrentiel. L'amélioration en trompe-l'œil de la balance commerciale cache aussi les pertes liées aux transferts de fonds des migrants. Le pays est en effet l'un des plus dépendants des rémittances, ces transferts d'argent provenant de la diaspora (États-Unis, Singapour et Arabie saoudite en premier lieu) représentent près de 10% du PIB. La Banque asiatique de développement anticipe ainsi une baisse de 20% sur l'année de ces transferts, pourtant essentiels pour soutenir la consommation interne. L'amélioration du compte courant prévue en 2020 cache donc une réalité macroéconomique plus difficile.

Les enjeux de la reprise commerciale sont moins élevés pour l'Indonésie, pays de loin le plus fermé de l'ASEAN, qui compte plutôt sur son vaste marché intérieur pour soutenir sa croissance. Le pays exporte toutefois des matières premières (charbon, huile de palme), dont le cours avait dévissé en avril avant de se redresser.

Quel impact sur le taux de change ?

La question est essentielle pour ces pays émergents, qui ont subi par le passé des crises de change très déstabilisantes. Après une période de tensions fortes sur les marchés en mars/avril, qui avait conduit à la discrimination des « *usual*

suspects » (Indonésie et Thaïlande en tête), le climat s'est apaisé. Alors que les trajectoires de sortie de crise commencent à se préciser, l'Indonésie et la Thaïlande semblent toujours figurer parmi les pays les plus exposés sur leur taux de change. Difficile cependant de blâmer les marchés : la Thaïlande devrait subir la pire récession de la zone (le FMI la chiffre à -7,7% en 2020) et voit sa principale source d'entrées de devises (les dépenses touristiques) menacée à court et moyen terme. L'Indonésie quant à elle inquiète par ses besoins de financements externes. Historiquement financé grâce à des flux d'investissements étrangers dynamiques, le pays aura fort à faire pour convaincre de nouveaux investisseurs, et ce alors même que la crise sanitaire est encore loin d'être dépassée.



Arabie saoudite : l'endettement public est un peu plus élevé qu'il n'y paraît

En l'espace de quelques années après la chute du prix du pétrole et le plafonnement des productions dans le cadre de l'accord OPEP+ pour maintenir les cours, des déficits budgétaires récurrents et peu maîtrisés se sont accumulés et ont provoqué une forte hausse la dette publique. Ainsi, cette dette publique a progressé de 9% du PIB en 2014 à 30% du PIB en 2019. Cela représente une hausse assez considérable de 178 Mds USD. Elle a surtout été financée en externe par le biais d'émissions obligataires internationales libellées en dollar. 50% de la dette publique est en devises.

Mais cette hausse n'a pas été isolée car les entreprises publiques ou parapubliques ont connu dans le même temps une hausse de leur dette. Ainsi Saudi Aramco, la compagnie pétrolière nationale a

vu sa dette progresser à 40 Mds USD à fin 2019 et cette hausse devrait se poursuivre dans le futur compte tenu de sa nouvelle privatisation partielle. Une hausse de la dette est aussi constatée concernant Sabic, la compagnie pétrochimique nationale. Le Fonds « souverain » PIF, en fait assimilé à une grosse holding publique dont 90% des 360 Mds USD d'investissements sont domestiques, est également endetté à plus de 11 Mds USD à fin 2019. D'autres entreprises industrielles dans le secteur parapublic ont également vu leur dette progresser ces dernières années.

Au total, si l'on comptabilise l'ensemble des dettes des entités proches du souverain, le montant s'élèverait à environ 60 Mds USD soit 8% du PIB 2020.

✓ Notre opinion – Une consolidation globale de l'endettement public et parapublic est certes discutable d'un strict point de vue comptable, et aussi compte tenu de la bonne qualité de crédit des entreprises de production. Néanmoins, sans être à ce stade particulièrement préoccupante, la hausse est simultanée dans les secteurs public et parapublic. Le gouvernement a récemment mis en œuvre des mesures fiscales pour réduire les déficits budgétaires et contenir la dette publique à moins de 45% du PIB.

Koweït : un nouvel émir coopté au sein de la famille

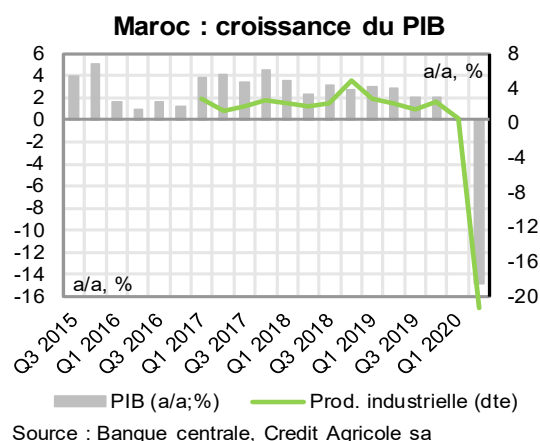
Monarchie absolue teintée de parlementarisme, le Koweït dispose d'un nouvel émir coopté au sein de la famille al Sabah après le décès de son précédent dirigeant. Nawaf al Sabah, 83 ans, demi-frère de son prédécesseur devrait poursuivre la politique de la dynastie qui se partage les postes ministériels. Compte tenu de son âge, il devrait également se

choisir rapidement un successeur, sans doute l'un de ses fils. Actuellement, des tensions sociales sont apparues dans le pays en raison de retard de paiement des salaires des fonctionnaires et cela pourrait influencer sur le résultat des élections législatives qui doivent se tenir en novembre prochain.

Maroc : le PIB se contracte de 14,9% au second trimestre

La rigueur du confinement du printemps pour maîtriser la pandémie et la forte dépendance de l'économie marocaine au tourisme et à l'agriculture laissait présager une forte contraction de l'activité. C'est effectivement le cas avec une récession de 14,9% au second trimestre (a/a) après un premier trimestre de croissance zéro. Le PIB agricole s'est contracté de 6,9% et le PIB non agricole de 15,5%. Seules les activités minières ont connu une hausse de leur production au premier semestre. L'industrie manufacturière, notamment le secteur automobile, a beaucoup souffert de l'arrêt des activités. Le commerce extérieur s'est pour sa part effondré de 33%. Pour sa part, le tourisme s'effondrerait de plus de 60%. Malgré la reprise des activités à partir du mois de juin, le reconfinement partiel des grandes villes

marocaines en juillet dernier va aussi inscrire le troisième trimestre en récession mais atténué par rapport au second trimestre.



Notre opinion – La prévision de récession pour l'année 2020 est donc révisée à la hausse et une contraction du PIB de 5% est désormais plus probable que la précédente estimation (4%).

Angola : vers une plus grande participation de la Chine à l'initiative d'allègement de la dette ?

Le 21 septembre, le FMI annonçait que l'Angola avait trouvé un accord avec deux de ses créanciers, identifiés par la presse comme étant la Chinese Development Bank (CDB) et l'Exim Bank of China, deux banques publiques chinoises. D'après le FMI, le pays serait en négociations avec un troisième créancier. L'accord trouvé porte sur le rééchelonnement de 6,2 Mds de dollars de dette publique sur une période de trois ans (soit 6,6% du PIB de l'Angola en 2019). Cet accord pose la question de l'effort chinois dans le cadre de l'Initiative de Suspension du Service de la Dette (ISSD). En effet, en mars 2020, face à la crise du coronavirus, la Banque mondiale et le FMI lançaient un appel aux bailleurs de fonds internationaux pour soulager la dette publique des pays les plus pauvres. Cet appel, repris par le G20 s'est concrétisé grâce à l'ISSD. Dans les faits, 73 pays, dont 38 en Afrique, sont éligibles à la suspension du service de leur dette publique bilatérale due au second semestre 2020. Cela représente environ un tiers des 45 Mds de dette publique extérieure que ces pays devraient rembourser en 2020 (dont 14,5 Mds, soit un autre tiers, sont privés). Pour le moment, 43 pays profitent de ce mécanisme pour un montant avoisinant les 5 milliards de dollars.

Pour l'Angola, la Banque mondiale fait état de 2,6 Mds de gains potentiels grâce à l'ISSD (= 3,1% du PIB 2019, soit le 2^e pays pouvant le plus profiter du mécanisme). En effet, avant la crise de Covid-19 et la chute des cours du pétrole, l'Angola souffrait déjà du surendettement, avec une dette publique à 112% du PIB, dont 49 Mds de dollars en devises (52% du PIB). Par conséquent, le service de la dette publique extérieure représentait 43% des revenus du gouvernement.

La troisième économie d'Afrique a pu s'endetter de la sorte grâce à ses réserves de pétrole qui font d'elle le deuxième exportateur de pétrole d'Afrique. Les hydrocarbures représentent 90% des exportations du pays et 65% des revenus du gouvernement. La dépendance à cette rente est telle que depuis la baisse des cours du pétrole en 2015, le PIB s'est contracté chaque année. Cet endettement a également été permis par l'intérêt porté par la Chine pour les ressources minérales du pays. Depuis 2000, 256 prêts chinois ont été accordés à l'Angola, notamment via le *reserve-based lending* (Technique de financement qui prend les réserves en garantie). L'Angola représente 1/3

du montant des prêts chinois en Afrique. Sur les 35 Mds accordés entre 2008 et 2018, 20 Mds sont allés à Sonangol, la compagnie pétrolière nationale, une autre partie allant au financement des infrastructures des régions pétrolières. Sur la même période, le pays a exporté pour 526 Mds de dollars d'hydrocarbures (55% sont allés vers la Chine en 2018). Pourtant, depuis 2008, les capacités de production du pays n'ont cessé de diminuer (-28%) et pourraient décroître d'encore, 64% entre 2019 et 2028 faute d'investissements. En 2019, hors résultat exceptionnel, Sonangol a enregistré une perte de près de 1 milliard de dollars, écrasé par un résultat financier négatif à 1,8 Md de dollars. Bien que les maux de Sonangol ne soient pas uniquement chinois, cela souligne le peu de supervision dont font l'objet ces prêts.

Au regard du rôle de la Chine dans le pays, il est aisé de comprendre pourquoi sa participation à l'ISSD est cruciale. Pourtant, la Chine s'est montrée réticente à l'idée de rééchelonner la dette des pays africains de

peur de créer un précédent. Ainsi, sur les 20 Mds que l'Angola doit à la Chine, 5 Mds sont détenus par l'Exim Bank et 14,5 Mds par la CDB. Or l'ISSD prévoit une participation volontaire des créanciers privés, qualification que la Chine a retenue pour ces deux banques pourtant publiques en raison des taux commerciaux pratiqués. Cette position n'a pas été sans irriter les membres du G7 et le FMI qui réclament par ailleurs l'extension du programme au-delà de 2020. Le FMI a laissé entendre que le déboursement de ses propres aides serait lié à des accords dans le cadre de l'ISSD. Quelques jours avant l'annonce de l'accord, le FMI a finalement conclu la troisième revue de l'accord de soutien dans lequel est entré l'Angola en 2018. Une tranche d'un milliard d'aide a été débloquée, portant à 4,5 Mds de dollars (4,8% du PIB) le total versé d'ici à 2021, contre 3,7 Mds initialement prévus. D'autres aides pourraient venir, à savoir des prêts de la Banque mondiale et de l'African Development Bank en 2021 pour des montants respectifs de 1 Md et 665 M de dollars.

✓ Notre opinion – *La dépendance de l'Angola vis-à-vis de la Chine fragilise sa capacité à renégocier sa dette. L'accord trouvé demeure opaque et pose la question des intérêts que le pays devra supporter. Par ailleurs, celui-ci a été trouvé alors que l'Angola continue à avoir de très forts besoins de financement, notamment pour son infrastructure pétrolière. Le FMI se montre néanmoins optimiste sur la soutenabilité de la dette publique et la voit refluer de pas moins de 36 points de PIB d'ici 2023 par rapport à 2020. Une autre question est celle de savoir si cet accord sera exporté ailleurs en Afrique ou si l'Angola profite de sa situation d'exportateur de matières premières indispensables à l'économie chinoise. D'autres pays, comme l'Éthiopie ou le Kenya qui ont reçu des prêts et IDE chinois, n'ont pas cette chance, jouant plutôt le rôle de débouchés pour les entreprises chinoises que celui de fournisseurs.*

Géopolitique

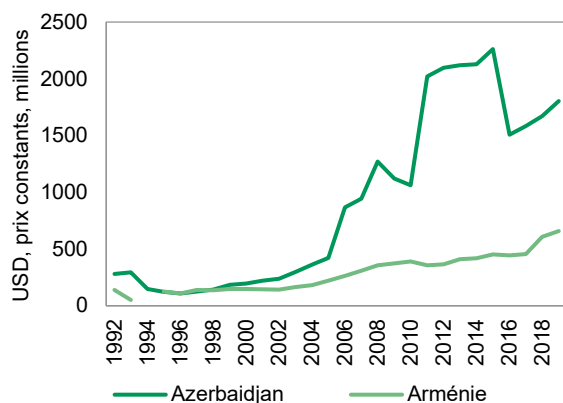
Conflit Azerbaïdjan-Arménie : une dynamique très grave d'escalade

Dimanche 27 septembre, l'Azerbaïdjan mène une offensive aérienne de grande ampleur (missiles et drones) sur sa frontière avec la république autoproclamée du Haut-Karabagh. Stepanakert, la capitale est bombardée. L'Arménie décrète la mobilisation générale. L'Arménie et l'Azerbaïdjan instaurent la « loi martiale ». L'intensité du conflit est forte, le nombre de morts civils important. Les deux parties s'accusent de bombardements directs sur leurs territoires respectifs.

Des points importants de contexte

Depuis 1992, ce conflit n'a pu être résolu et aucun échange de territoire n'a été accepté ce qui laisse une carte de la région sidérante en termes d'enclaves dangereuses géopolitiquement : Karabagh et Nakhitchevan. **Il est donc vain de croire que l'issue du conflit puisse être autre chose qu'une situation gelée.** Par ailleurs, il est probable qu'aucun des belligérants ne puissent gagner facilement, même si l'Azerbaïdjan a un immense avantage matériel. La configuration du territoire ainsi que l'équation humaine tendent plutôt vers **un conflit qui peut s'enliser à nouveau**, avec 80 000 hommes du côté azéri et 65 000 du côté arménien, et avec une mobilisation des réservistes des deux côtés. Il faut noter aussi, et c'est un facteur d'escalade potentiel, que la zone est assez peuplée.

Dépenses militaires



Le conflit avec l'Arménie en juillet a eu deux caractéristiques importantes : semblerait-il des pertes territoriales du côté azéri, qui nourrissent donc un impératif de revanche ; mais aussi, semblerait-il, une extension des affrontements à des zones que les cartes du *Crisis Group Centre* montrent comme étant désormais plus proches du pipeline BTC (Bakou Tbilissi Ceyhan).

Par ailleurs, l'implication turque depuis cet été a été très forte en termes de communication, à la fois par R. T. Erdogan mais aussi son ministre de la Défense qui a déclaré que l'Arménie devait payer pour ce qu'elle avait fait. Le président Erdogan a qualifié

l'Arménie de « plus grande menace pour la paix dans la région » et affirme qu'il soutiendra son allié azerbaïdjanais à l'aide de « tous les moyens nécessaires ». **Clairement, il va être difficile de faire marche arrière après de tels discours et c'est un des facteurs les plus inquiétants de la situation actuelle.** Rappelons que les Turcs sont alliés depuis 2010 avec l'Azerbaïdjan par un partenariat stratégique d'assistance mutuelle.

Cette crispation nationaliste de l'acteur turc n'est qu'une composante du grand virage géopolitique qu'Ankara est en train d'opérer, avec une présence déterminée sur les fronts syriens, libyens, et en méditerranée orientale. **Mais ce grand virage « néo-ottoman », qui fait écho à une assise nationaliste de plus en plus dure du gouvernement Erdogan, conduit surtout à un isolement géopolitique de l'acteur turc**, désormais éloigné d'Israël tout autant que des monarchies du Golfe ; nourrissant une relation très difficile avec les États-Unis ; et très tendue avec l'Europe.

Quant au rapport avec la Russie, il est ambigu : destruction d'un Soukhoï en 2015 par les Turcs, rapprochement en 2016 au moment du coup d'État, achat des S400 russes, mais affrontement indirect sur les sols syriens et libyens. Néanmoins, dans le conflit actuel, c'est évidemment la Russie qui va être à la manœuvre pour négocier un cessez-le-feu (qu'elle demande mais qui est refusé par les deux belligérants). A noter que le format de Minsk (avec la France et les États-Unis) risque d'être rendu difficile pour la gestion de ce conflit à cause de la mauvaise relation actuelle de la France et d'Ankara.

Le facteur le plus dangereux de la situation actuelle est la position des populations et les équilibres politiques de tous les pays concernés.

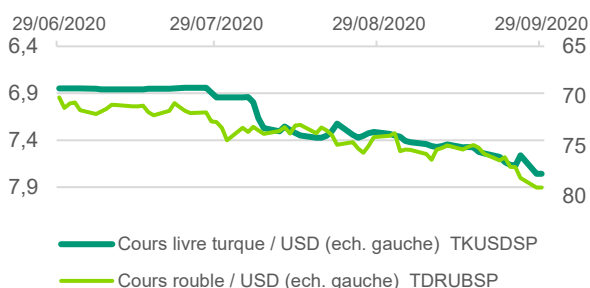
En Azerbaïdjan, une victoire militaire est désormais nécessaire pour renforcer la légitimité du président, dans un contexte politique intérieur qui semble un peu plus tendu, avec des rumeurs cet été de guerre interne au sein même du clan présidentiel.

Du côté arménien, le nationalisme est très puissant également. Mais surtout, les menaces turques donnent au conflit, selon le Premier ministre N. Pachinian, une dimension existentielle. L'Arménie, très touchée sanitaire, n'a par ailleurs pas les marges de manœuvre économiques de l'Azerbaïdjan. Le pays est endetté, le déficit courant structurel, les réserves proches des seuils d'alerte, la monnaie fragile, et le taux de chômage à 21%. Dans une situation d'escalade, Erevan a donc besoin d'impliquer Moscou.

Alliée de l'Arménie, la Russie lui fournit une grande part de son équipement militaire, possède deux

bases militaires sur son territoire (terrestre et arménienne), avec une concession qui, en 2010, a été étendue jusqu'en 2044. L'Arménie est membre d'organisations d'intégration régionale pilotées par Moscou comme l'OTSC ou l'Union économique eurasiatique. Mais la Russie s'est également rapprochée, depuis quelques années, de l'Azerbaïdjan via des ventes d'armes. **En fait, Moscou a surtout intérêt à maintenir le *statu quo* dans la région, ce qui a été la base de sa politique extérieure depuis des années.** La Russie appelle donc à un cessez-le-feu. L'Ukraine a pris parti pour l'Azerbaïdjan. L'Iran réclame aussi un cessez-le-feu, comme les Nations Unis, l'Europe, les États Unis, la Chine et l'OTAN.

Taux de change turc et russe



Le point sur un enjeu stratégique

• La Caspienne : mer ou lac ?

A l'issue de plus de vingt années de négociations, la Russie, l'Iran, le Kazakhstan, l'Azerbaïdjan et le Turkménistan ont signé le 12 août 2018 un accord historique sur le statut de la mer Caspienne. En fait, depuis l'effondrement de l'Union soviétique, la Caspienne, mer fermée la plus vaste au monde, se trouvait dans un vide juridique lié à son statut qui n'est ni celui d'un lac, ni d'une mer ouverte. L'accord permettrait certes de régler la question cruciale de la répartition des ressources halieutiques (le fameux

esturgeon) et énergétiques (les réserves de pétrole sont estimées à 50 milliards de barils environ et les réserves de gaz naturel à 300 000 milliards de m³), mais il a été obtenu au prix de concessions importantes de la part de Moscou – la Russie et l'Iran profitant largement du statut non défini de la mer jusqu'ici en imposant leurs souverainetés maritimes respectives. Mais cela donne aussi à Moscou un atout géopolitique de taille : l'accord interdit aux pays tiers l'accès militaire à la Caspienne.

• Le Bosphore et les Dardanelles : la carte turque

Les détroits du Bosphore et des Dardanelles sont deux détroits turcs reliant la mer Noire au bassin méditerranéen via la mer Egée. Objet de très fortes rivalités à travers l'histoire, les deux détroits constituent aujourd'hui une voie maritime internationale stratégique (environ 50 000 navires transitent chaque année dans le détroit du Bosphore. A titre de comparaison, 13 000 pour le canal de Panama et 14 000 pour le canal de Suez).

La Convention de Montreux signée le 20 juillet 1936 définit le régime juridique international applicable à ces détroits. Toujours en vigueur, cette Convention assure la souveraineté de la Turquie mais aussi la sécurité des pays riverains de la mer Noire, en particulier la Russie qui conserve une liberté de passage (strictement réglementée par les navires de guerre) et la liberté de navigation pour le commerce de marchandises.

Avec l'élargissement de l'UE en 2007 (Roumanie et Bulgarie), la mer Noire devient aussi une mer de l'UE. Et la région accueille également trois pays membres de l'OTAN (Roumanie, Bulgarie et Turquie)... La Russie perçoit donc ces différents élargissements comme une stratégie d'isolement, et la Convention de Montreux constitue pour Moscou une sorte de « dernier rempart » qui garantit les intérêts stratégiques russes dans la région.

De fait, la Mer Noire est une clé stratégique essentielle pour la Russie car elle lui donne accès à des zones clés (Balkans, Europe centrale, Méditerranée orientale, Caucase du Sud). Moscou n'a donc eu de cesse, ces dernières années, de renforcer sa puissance militaire dans la région, afin d'y établir des zones d'influence.

✓ Notre opinion – Le conflit est plus grave qu'en 2016 (il n'avait alors duré que quatre jours) parce que l'implication turque est plus forte ; parce que la Turquie est dans une situation géopolitique nouvelle ; et parce que la dynamique nationaliste est très puissante en Arménie comme en Azerbaïdjan. De fait, les belligérants ont des raisons de pousser à une intensification du conflit : les Arméniens pour trouver des alliés car ils ne peuvent assumer seuls un conflit prolongé ; les Azéris pour obtenir des victoires militaires et ré-assoir la légitimité du président. Quant aux Russes, ils sont sans doute les seuls à pouvoir redessiner un *statu quo* et négocier une trêve, à défaut d'une paix que l'enclavement des territoires et l'historique du conflit semble rendre impossible.

La question énergétique ne doit pas être oubliée car elle est stratégique. Même si les routes du gazoduc Bakou-Tbilissi-Erzurum (BTE) et de l'oléoduc Bakou-Tbilissi-Ceyhan (BTC), qui permettent d'acheminer le gaz et le pétrole azéri vers le reste du monde, ne sont pas directement menacées par le conflit, une escalade du conflit serait évidemment un problème. Du côté arménien, la centrale nucléaire Metsamor est à portée de tirs des Azéris et, en juillet, l'Arménie s'était déjà alarmée des risques sécuritaires dans la région du Caucase sud, alors que l'Azerbaïdjan avait menacé d'attaquer la centrale nucléaire en représailles. Par ailleurs, une relation russo-turque tendue rappellerait très vite à la communauté internationale la géographie de la Mer Noire et de la Caspienne.

Le conflit complique les relations entre la Turquie et la Russie – la position dure adoptée par la Turquie qui assure l'Azerbaïdjan de son soutien total est embarrassante pour la Russie qui cherche, elle, à conserver de bons termes avec les deux parties au conflit. Par ailleurs, l'affirmation de la puissance turque aux côtés des Azéris nuit aux intérêts stratégiques russes dans la région. Malgré les volontés de rapprochement exprimées par les deux puissances (en raison d'intérêts commerciaux et énergétiques communs mais aussi eu égard à la défiance mutuelle envers l'Occident), la Turquie et la Russie ne sont pas des alliés. Quant à l'alliance avec l'Otan, les prises de positions turques dans ce conflit vont à nouveau la compliquer.

Attention au risque de change turc : une escalade du conflit avec implication militaire turque impliquerait un risque de change, et de liquidité, pour un pays qui vient justement de remonter ses taux pour acheter – et à quel prix, car la Turquie est en phase de reprise de l'activité... – la confiance des marchés. Mais cette confiance est fragile et la prime de risque géopolitique est importante sur la devise turque surtout, et le rouble russe, dans une moindre mesure.



Carte de la région du Haut-Karabagh. (Wikimedia Commons)

News géopolitiques

Manœuvres militaires « Caucase 2020 » – Les forces armées russes se sont livrées à un exercice de démonstration de force à destination de l'OTAN. Du 21 au 25 septembre, de très larges manœuvres militaires 2020 ont mobilisé 12 900 soldats selon le ministère de la Défense, sur des dizaines de sites – Volga, la mer Caspienne et la mer Noire. L'Iran, la Chine, la Birmanie, l'Arménie et la Biélorussie ont participé à ces manœuvres. Contrairement aux manœuvres militaires menées les années précédentes, il est intéressant de noter le peu de réactions de la part des Occidentaux, en particulier de l'Union européenne et de l'OTAN. Seule l'Ukraine semble avoir manifesté son inquiétude à l'égard d'exercices militaires qu'elle perçoit comme une menace sécuritaire directe. Depuis mardi, l'Ukraine mène des exercices militaires conjoints avec des pays membres de l'OTAN, en réaction aux manœuvres « Caucase 2020 ».

Sanctions commerciales – SMIC, le plus grand fondeur chinois de puces électroniques a finalement été inscrit sur liste noire américaine – tout comme Huawei précédemment. Les entreprises américaines doivent obtenir une autorisation spéciale pour vendre des logiciels et équipements américains aux entités de la liste. Les exportations de tels matériels vers SMIC risqueraient, de manière « inacceptable », d'être détournées « à des fins militaires » selon Washington. L'action SMIC a perdu 7% de sa valeur à Shanghai lundi. Les activités du fondeur sont menacées : un quart de ses clients sont basés aux États-Unis. Qualcomm, l'un des plus importants, génère pratiquement un dixième des revenus de l'entreprise. Mais les entreprises américaines risquent également de subir les contrecoups de cette décision. SMIC est un client important pour les groupes américains – quasiment un tiers des fournisseurs de SMIC sont américains. Les sanctions pourraient renchérir le prix des semi-conducteurs : Taiwan Semiconductor manufacturing

company et Samsung sont bien plus chers. La Chine pourrait également prendre des mesures de représailles en inscrivant des entités américaines sur sa propre « unreliable entity list ». En juillet, SMIC a levé 7,6 milliards de dollars pour accélérer son autosuffisance en termes de production de puces électroniques. **Les mesures américaines pourraient donc renforcer le découplage des économies chinoise et américaine, tout en renforçant l'autonomie stratégique de la Chine en matière technologique.**

Fuite de capitaux – Afrique * – Selon un rapport publié lundi soir par la Conférence des Nations unies sur le commerce et le développement (Cnuced), 89 milliards de dollars de capitaux fuient l'Afrique chaque année de manière illicite soit l'équivalent de 3,7% du PIB africain. A titre de comparaison, notons que l'aide publique au développement reçue par les pays africains sur la période 2013-2015 s'élève à 48 milliards de dollars, les flux d'IDE représentent 54 milliards de dollars sur la même période. En cause, des pratiques commerciales et fiscales illicites et des activités criminelles. En 2015, la Cnuced estimait à 40 milliards de dollars, le montant des capitaux qui auraient fui de manière illicite en lien avec l'exportation de matières premières (la chaîne d'approvisionnement de l'or concentrant 77% de ces flux, les diamants 12% et le platine 6%).

**NB : Cette étude entre en résonnance avec une étude récente de la Banque mondiale qui fait le lien entre aide au développement et transferts de fonds dans les paradis fiscaux.*

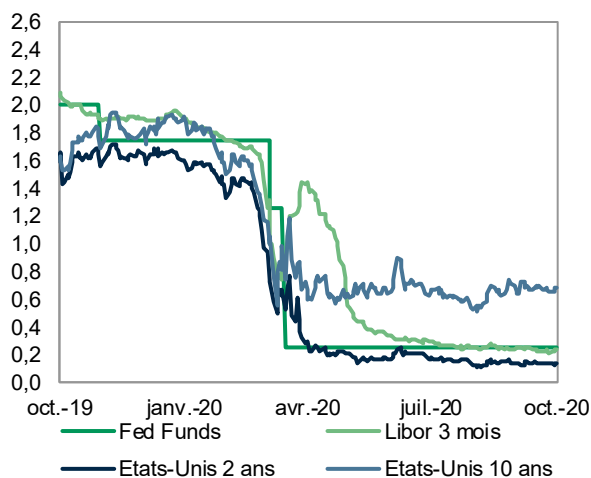
Moyen-Orient et conflit du Haut-Karabakh – Accusation de l'implication de soldats syriens et libyens dans le conflit, utilisation de drones d'attaque israéliens par Bakou, le Moyen Orient s'invite dans le conflit. Effectivement, Israël fournit 60% du matériel militaire à l'Azerbaïdjan dans le cadre d'un accord de coopération et de défense étroit entre Tel Aviv et Bakou, qui fournit du pétrole en échange.

Koweït - États-Unis – Suite à la mort de l'émir du Koweït et à son remplacement par son frère Nawaf Al Sabah, la presse fait état de pressions exercées par les États-Unis pour que le Koweït envisage un rapprochement avec Israël, à la suite de l'accord de normalisation récent opéré par les Émirats Arabes Unis et Bahreïn. L'ancien émir avait démenti ce rapprochement. Le nouvel émir du Koweït pourrait aussi souhaiter vouloir, comme son prédécesseur, préserver sa neutralité en termes de politique étrangère et devoir aussi tenir compte de son opinion publique plutôt favorable à la question palestinienne. Des bases militaires américaines existent au Koweït depuis 1990 afin de protéger le pays après son invasion par l'Irak il y a trente ans, événement ayant préludé à la première guerre du Golfe.

Tendances à suivre

Taux d'intérêt en dollar américain

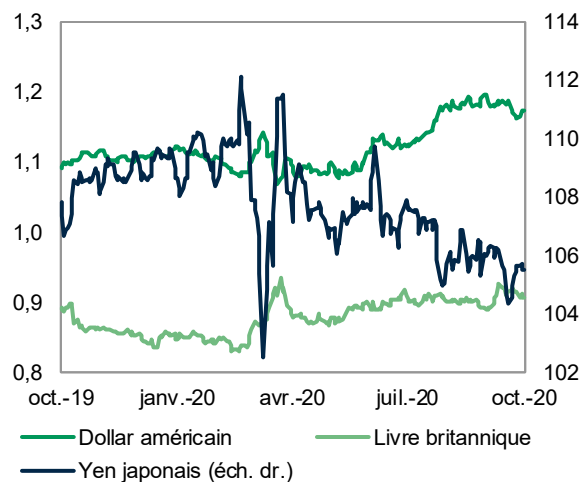
%, interbancaire (Londres) et souverains (Etats-Unis)



Source : Thomson Reuters

Taux de change des principales devises

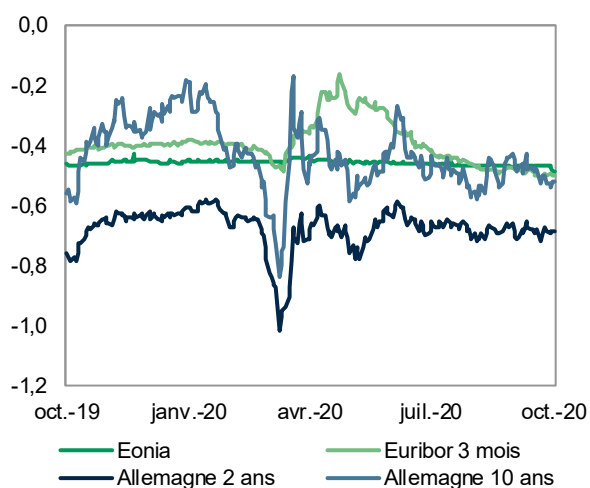
EUR/USD, EUR/GBP et USD/JPY



Source : Thomson Reuters

Taux d'intérêt en euro

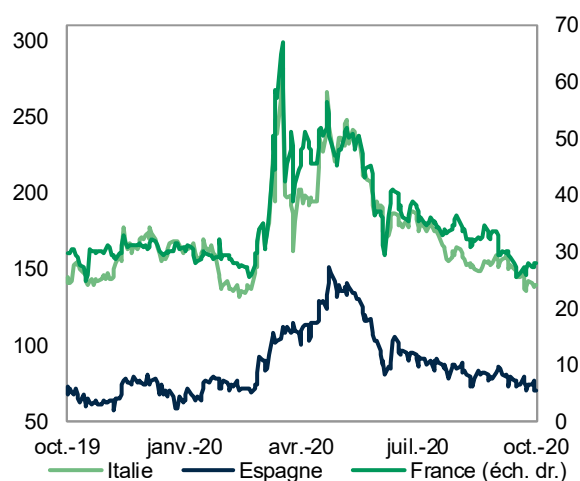
%, interbancaires (Londres) et souverains (Allemagne)



Source : Thomson Reuters

Spreads souverains européens avec le Bund

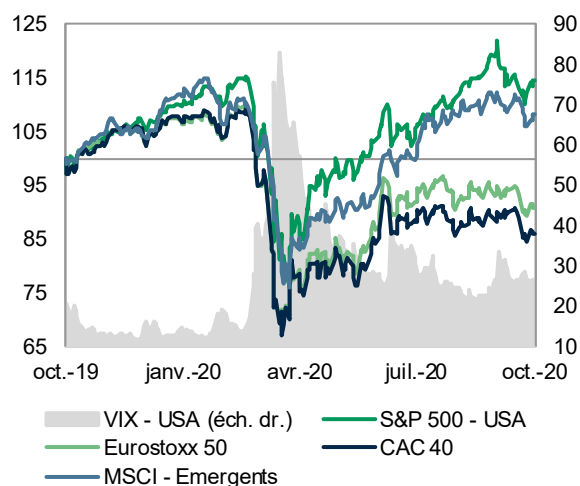
Pdb, dette en EUR à dix ans



Source : Thomson Reuters

Marché actions

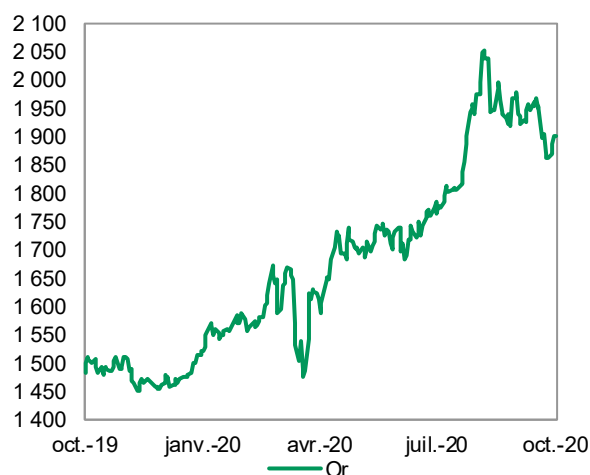
Indice boursiers (100 = début de période) et volatilité VIX



Source : Thomson Reuters

Cours de l'once d'or

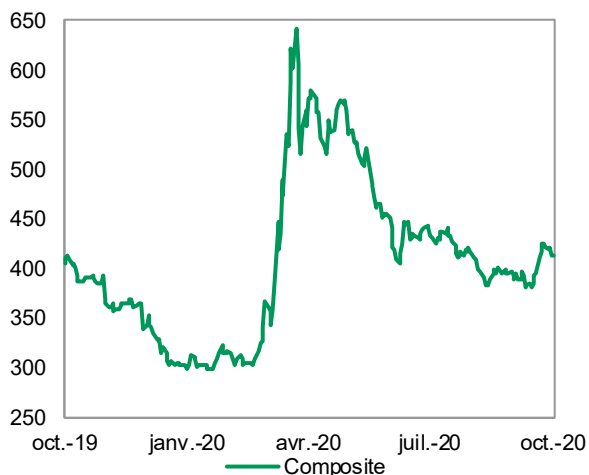
USD/Once troy (Londres)



Source : Thomson Reuters

Spreads souverains émergents avec le T-Bond

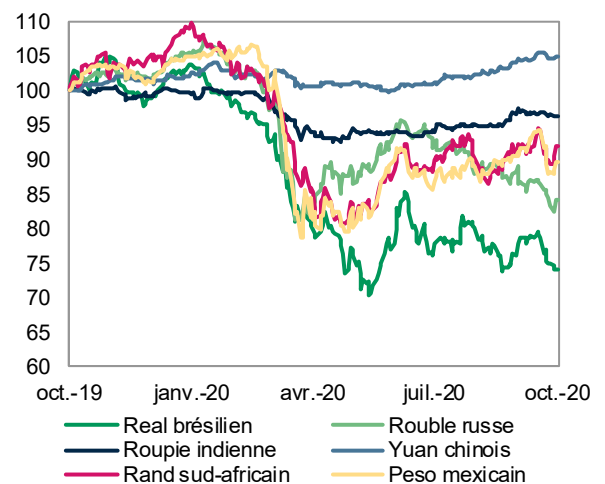
Indices EMBI+ (pdb, dette en USD de plus d'un an)



Source : JP Morgan

Devises émergentes

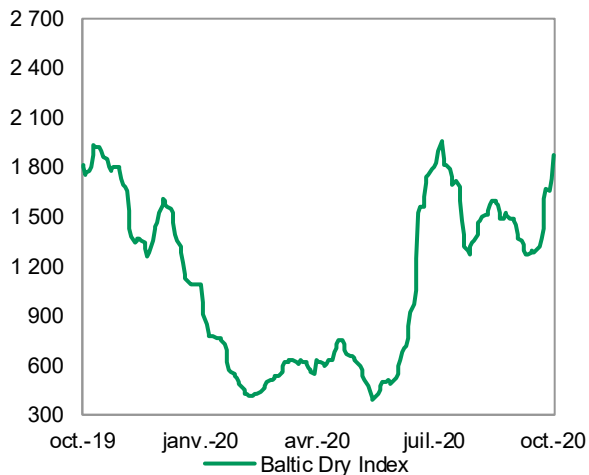
/USD (indice 100 = début de période)



Source : Thomson Reuters

Coût du transport maritime de vrac sec

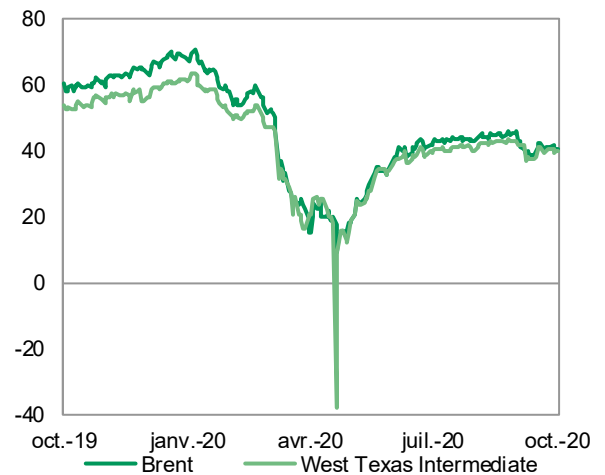
Baltic Dry Index (USD/point)



Source : Baltic Exchange

Cours du baril de pétrole brut en USD

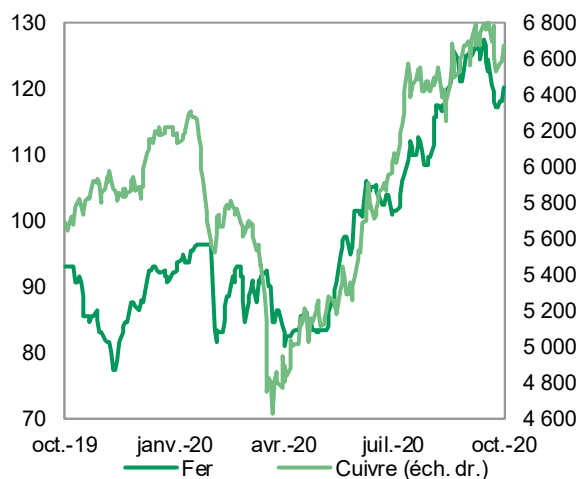
Brent (mer du Nord) et WTI (golfe du Mexique)



Source : Thomson Reuters

Cours des métaux

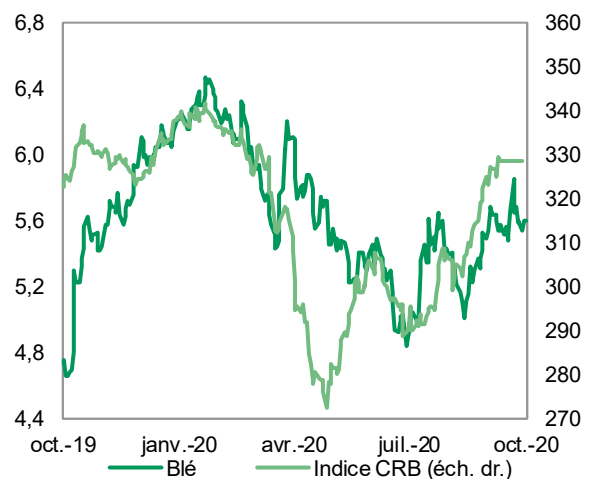
USD/tonne métrique



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 octobre 2020

Tous sont égaux, mais certains sont plus égaux que d'autres...

Prévisions économiques & financières

Date	Titre	Thème
30/09/2020	<u>Asie : qui sont les rescapés de la crise ?</u>	Asie
29/09/2020	<u>Chronique de la vie politique italienne : l'heure des bilans</u>	Italie
28/09/2020	<u>Géopolitique – Rivalité États-Unis - Chine</u>	Géopolitique
25/09/2020	<u>Monde – L'actualité de la semaine</u>	Monde
23/09/2020	<u>L'agriculture urbaine : mirage ou réalité ?</u>	Agriculture
21/09/2020	<u>Commission européenne : enfin prête à agir</u>	Europe
18/09/2020	<u>Monde – L'actualité de la semaine</u>	Monde, géopolitique
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

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 BENADJAOUD, 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 LEBOUGRE, 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.