Perspectives

Hebdomadaire – N°20/254 – 16 octobre 2020

MONDE – L'actualité de la semaine

☞ *« Buy the wave » !* 1
☞ *« La longue et difficile ascension » vers la reprise prévue par le FMI* 3
☞ *Union européenne : les raisons de fond du retard du Fonds de reprise et résilience européen* 5
☞ *Zone euro : léger redressement des ventes de véhicules neufs au mois de septembre* 6
☞ *Zone euro : en août, la production industrielle encore inférieure de 6% à son niveau pré-Covid* 6
☞ *Allemagne : le système financier a plutôt bien résisté à la crise sanitaire* 7
☞ *Espagne : budget 2021 et plan de relance* 7
☞ *Royaume-Uni : le taux de chômage a grimpé à 4,5% en août* 10
☞ *Hong-Kong : une activité toujours en berne* 11
☞ *Moyen-Orient/Afrique du Nord : révision à la baisse des prévisions de croissance par le FMI* 12
☞ *Moyen-Orient/Afrique du Nord : la Tunisie et la Jordanie ne sont désormais plus épargnées par le Covid-19* 12
☞ *Prévisions FMI : une crise dans la durée pour l'Afrique sub-saharienne* 13
☞ *Côte d'Ivoire : incertitudes importantes sur la croissance* 13
☞ *Europe de l'Est : que nous prévoit le FMI ?* 14

☞ « *Buy the wave* » !

Aux États-Unis, les avancées dans les négociations entre Républicains et Démocrates sur un nouveau plan de relance fluent et refluent au gré de l'agenda du président Trump, toujours plus focalisé sur sa réélection à la Maison Blanche. Le secrétaire américain au Trésor a néanmoins indiqué qu'un accord était encore envisageable avant l'élection du 3 novembre. Les divergences entre les efforts budgétaires envisagés par chaque « clan » commencent à se réduire et finissent par rendre possible un accord dont la mise en œuvre n'interviendrait évidemment qu'ultérieurement. Sur les marchés actions, les résultats des grandes banques américaines au troisième trimestre ont confirmé la performance des activités de banque de marché et d'investissement ; la hausse surprise des inscriptions hebdomadaires au chômage est venue atténuer l'enthousiasme naissant. Sur l'ensemble de la semaine, le marché américain (S&P500) gagne ainsi 0,2%, creusant un peu plus l'écart de performances avec le marché européen.

Sur le vieux continent, le nombre de personnes contaminées devient préoccupant au point de pousser plusieurs gouvernements à prendre des mesures d'urgence pour endiguer la propagation du virus. En Allemagne, la Chancelière a obtenu des *Länder* la fermeture des bars et restaurants à partir de 23 heures pour les zones les plus à risque et la généralisation du port du masque obligatoire dans les lieux publics au-delà du seuil de 35 infections pour 100 000 habitants. Aux-Pays-Bas, le Premier ministre, Mark Rutte a mis en place un confinement partiel se traduisant par la fermeture des bars et restaurants et l'interdiction de vente d'alcool après 20h. En France, un couvre-feu est dorénavant imposé dans neufs métropoles à partir de 21 heures pour une durée minimale de quatre semaines. Au Royaume-Uni, des mesures de limitation sociale plus strictes sont également actées.

En parallèle, les données macro-économiques n'ont pas brillé cette semaine : la production industrielle de la zone euro se tasse, l'inflation allemande s'enfonce en territoire négatif et le moral des

investisseurs allemands tombe au plus bas depuis six mois, autant d'indices qui ponctuent la reprise en cours de plusieurs points d'interrogation. Ces doutes sur le rétablissement de la croissance pèsent sur le marché des actions européennes où l'Eurostoxx 50 termine en repli de 1,3% sur la semaine.

Sur les marchés obligataires, c'est la stratégie de la valeur-refuge qui a prédominé, se traduisant par des baisses de, respectivement, 10 et 5 points de base (pb) du rendement du taux obligataire allemand à dix ans et celui de son homologue américain de même échéance (à -0,63% et 0,73%). Les primes de risque sur la France, l'Espagne et l'Italie se sont en revanche tendues. S'écartant toutes de près de 5 pb, elles restent cependant serrées (à 28, 76 et 130 pb).

Sur le marché des changes, l'aversion au risque a contribué à une modeste hausse du dollar face à la monnaie unique. Les tensions sur l'accord de retrait entre le Royaume-Uni et l'Union européenne se sont intensifiées autour des points de friction que constituent la pêche, les garanties exigées en matière de concurrence et du règlement des différends dans le futur accord. Des exaspérations persistantes qui ont conduit à l'appréciation de l'euro face à la livre sterling.

Enfin, le prix du baril de pétrole en mer du Nord (Brent) s'est orienté à la baisse (-0,3%), en raison de perspectives de croissance mises à mal par la résurgence de la crise sanitaire en Europe, où l'heure est à la plus grande circonspection.

Editorial

« La longue et difficile ascension » vers la reprise prévue par le FMI

Dans un monde devenu si incertain que l'exercice de prévisions s'apparenterait presque à une vente aux enchères, semblable à celles décrites par les nouveaux Prix Nobel 2020, Paul Milgrom et Robert Wilson, rarement une présentation du « WEO» (*World Economic Outlook*) du FMI n'avait été si attendue. Pourtant, les nouvelles communiquées par l'institution ne sont pas bonnes, et si la récession devrait être moins forte que prévu au niveau mondial (-4,4%, contre -5,2% prévus en juin dernier), la reprise sera « une longue et difficile ascension » dans la plupart des économies.

Sur les 195 pays et territoires listés, seuls 25 pourraient enregistrer de la croissance en 2020. Parmi eux, un seul pays du G20, la Chine, une seule économie avancée, Taïwan, quelques pays d'Afrique (Côte d'Ivoire, Éthiopie, Kenya, Tanzanie et d'Asie (Bangladesh, Laos, Myanmar, Vietnam). Soit des pays qui partaient de niveaux de croissance très élevés et/ou qui ont su gérer au mieux le risque sanitaire.

Enfin, le FMI alerte sur la fragilité de ces prévisions, qui restent avant tout conditionnées à la vigueur du cycle sanitaire et à la réintroduction éventuelle de nouvelles mesures de confinement strictes.

Zone par zone, qui paie le prix le plus fort de la crise ?

Après un deuxième trimestre marqué par une chute brutale de l'activité, l'été a apporté quelques signes rassurants sur la reprise économique dans la plupart des zones. Mais ce sont surtout les pays avancés qui semblent avoir tiré leur épingle du jeu, les plans de soutien étatiques (dispositifs de chômage partiel notamment) ayant permis de soutenir la consommation privée, principal moteur de la croissance de ces économies. Les perspectives sont plus compliquées du côté des pays émergents, à l'exception notable de la Chine. Le FMI prévoit ainsi que, fin 2021, le niveau du PIB dans les pays émergents (hors Chine) restera d'en moyenne 8,1% inférieur à celui de 2019, contre un écart négatif de 4,7% dans les économies avancées.

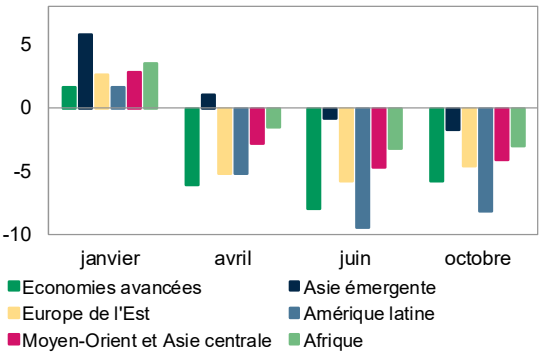
Les disparités vont donc s'accroître entre monde émergent et monde développé, mais aussi entre zones. L'Amérique latine et les Caraïbes paieront ainsi le plus lourd tribut, et si l'Asie émergente affiche une récession moins élevée, ce chiffre ne doit pas cacher :

1 - Que les pays de cette zone partaient d'une trajectoire de croissance beaucoup plus dynamique, et donc que la perte de croissance reste d'un ordre de grandeur tout à fait comparable à celui des autres continents ;

2 - Que cette zone est la seule à avoir vu sa prévision de croissance baisser entre juin et octobre, en raison notamment des très mauvaises performances des pays de l'Asean et de l'Inde, que même la taille systémique de la Chine ne peut compenser ;

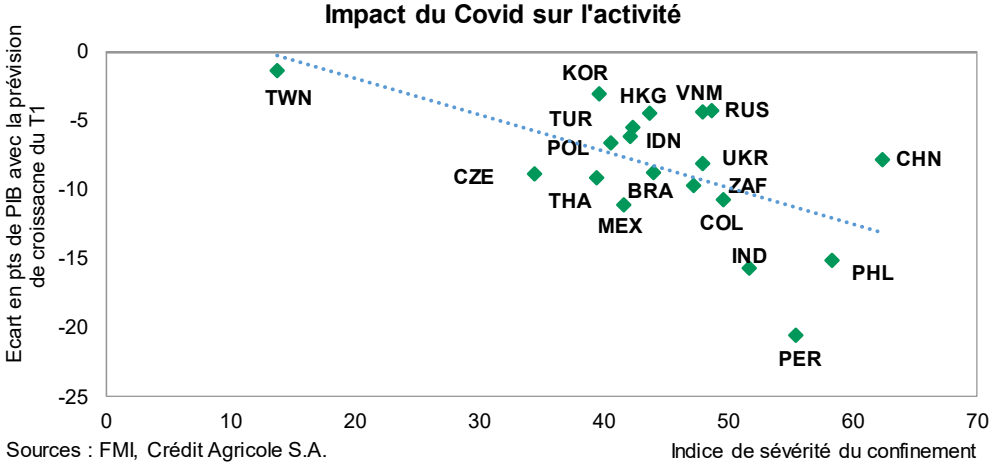
3 - Que cette crise est historique, puisque l'Asie avait enregistré une croissance positive même en 2009.

Evolution des prévisions de croissance du FMI



Source : Crédit Agricole S.A.

Impact du Covid sur l'activité



Sources : FMI, Crédit Agricole S.A.

Partout dans le monde, la question du « retour à la normale » va se poser. Attention donc aux chiffres de 2021, qui risquent de faire oublier un peu trop vite ceux de 2020, et d'apparaître gonflés par des effets de base trop positifs. Le juge de paix sera alors la comparaison des PIB constants à ceux de 2019 et, à ce jeu, la plupart des pays ne devraient pas ressortir gagnants avant 2022, voire 2023 pour ceux cumulant le plus de dommages irréversibles.

Quels relais de croissance, quels risques ?

Le premier risque est bien sûr sanitaire, la corrélation entre sévérité du confinement et effet sur l'activité n'étant plus à démontrer. La réintroduction de mesures de distanciation sociale ou de confinement a un effet un impact direct sur certains secteurs, comme l'hôtellerie, les transports ou la restauration, mais aussi sur la confiance des agents et leurs arbitrages entre consommation et épargne. Cet enjeu est capital dans les pays présentant un modèle de croissance plutôt fondé sur la consommation privée (pays avancés, Amérique latine) ou dans lesquels le taux d'épargne de précaution a augmenté durant le premier semestre (pays asiatiques, dont Chine).

Le risque sanitaire conditionne également la réouverture des frontières, et donc le redémarrage des secteurs les plus sinistrés, comme le tourisme ou l'aérien, l'arrêt presque total de l'activité ayant particulièrement touché les pays du bassin méditerranéen, mais aussi la Thaïlande et Hong-Kong.

Autre risque pointé par le FMI : l'emploi. Les taux de chômage devraient augmenter partout, notamment dans les pays du Golfe, qui ont dû faire face au triple choc sanitaire, pétrolier et touristique, mais aussi en Amérique latine, aux États-Unis ou en Europe. Dans les pays du Golfe et les pays avancés (États-Unis notamment), la baisse de l'emploi engendre des effets de second rang – en plus de ses conséquences habituelles sur la consommation –, pèse fortement sur les montants des transferts de fonds par les migrants (les rémittences). Des pays comme le Bengladesh, l'Égypte, le Pakistan ou les Philippines, dans lesquels la part de ces transferts dépasse les 10% du PIB sont particulièrement vulnérables.

Nous alertions la semaine dernière[1] sur la nette dégradation des finances publiques attendue cette année. Cette dernière se confirme dans les prévisions du FMI, avec une dette publique en hausse en moyenne de 20 points de PIB dans les pays avancés, et de 10 points dans les pays émergents. Pour autant, une fois de plus, la trajectoire des pays émergents inquiète plus, car les pays développés évoluent dans des environnements de liquidité beaucoup moins contraints.

L'amélioration des prévisions pour 2020 est donc une bonne nouvelle, qui cache cependant un scénario de reprise beaucoup plus graduel qu'escompté, en raison du spectre sanitaire, pas encore effacé. Dans cet environnement incertain et anxiogène, le risque principal est que les bourgeons de la reprise soient étouffés par la méfiance des agents, et que cette méfiance se traduisent par des comportements de sous-investissement et de sous-consommation durables, grippant les cercles vertueux de sortie de crise habituels (investissement/emploi/consommation). Ce scénario serait particulièrement dangereux pour les États, qui ont besoin de croissance pour réduire leur ratio d'endettement et assurer de nouvelles entrées fiscales, après les niveaux de dépense historiques consentis pour faire face à la chute de l'activité.

Commerce international : quelles perspectives ?

Une bonne nouvelle est venue du côté l'OMC, qui a publié ce mois-ci ses nouvelles prévisions sur le commerce mondial. Après des premières estimations qui situaient la baisse des échanges internationaux de marchandises entre -12 et -30% en 2020, l'institution a relevé ses prévisions à -9,2%, avant un rebond de 7,2% attendu en 2021. Comme le FMI, l'OMC anticipe donc une chute moins forte, mais aussi une reprise plus lente.

Comme pour les prévisions de croissance, l'hétérogénéité s'observe partout, entre zones et secteurs. La baisse des exportations serait ainsi plus forte en Amérique du Nord (-14,7%) et en Europe (-11,7%) qu'en Asie (-4,5%), notamment grâce aux performances chinoises. Contrairement à 2009 et en raison de la fermeture des frontières, les services (-23%) seraient bien plus touchés que les marchandises.

Du côté des biens, le secteur agricole est moins touché que le secteur manufacturier, à l'intérieur duquel le secteur automobile est le plus sinistré, avec une baisse de 50% des marchandises exportées, suivi par les articles de luxe (-40%), les chaussures et l'habillement. Sans surprise, les produits liés à la pandémie (médicaments, équipements médicaux, mais aussi tissus servant à fabriquer les masques) se sont plus échangés, tout comme les composants électroniques, puces et semi-conducteurs, particulièrement recherchés, alors que la digitalisation des économies – liée notamment au travail à distance a accéléré.

La contraction du commerce international s'étant accompagnée d'une forte baisse du prix de l'énergie, les balances commerciales des pays ont eu tendance à se rééquilibrer ces derniers mois, notamment dans les pays émergents déficitaires, importateurs nets de pétrole (Inde, Indonésie, Philippine), qui ont également vu leurs importations hors énergie chuter du fait de la baisse de l'activité. Le rééquilibrage des comptes courants dans ces pays est une bonne nouvelle, car laisse espérer à court terme moins de risque de change.

[1] Cf. hebdo du 9 octobre « FMI, comme un grand cri dans le désert »

Zone euro

☞ Union européenne : les raisons de fond du retard du Fonds de reprise et de résilience européen

Ce ne sont pas des aspects techniques. Ce que le Parlement européen demande pour valider l'accord sur le Fonds de relance européen (*Next Generation EU*, NGEU), c'est bien plus : c'est une révision des priorités de dépense du budget septennal de l'UE (le cadre financier pluriannuel, CFP, 2021-2027) et des modalités de financement du NGEU.

Le NGEU fonde son financement par émission obligataire commune (mais non solidaire) sur le budget de l'UE qui lui sert de levier. Les prêts octroyés par le NGEU seront, quant à eux, remboursés par chaque emprunteur individuellement, le bénéfice étant celui de profiter de taux d'intérêt bas et d'une période de grâce initiale. Les subventions consistent bien en des transferts, mais limités puisqu'ils seront remboursés par le budget de l'UE, donc par chaque pays à hauteur de sa contribution financière. Pour l'instant, la Commission et le Conseil n'ont pas tranché sur le mode de financement. Des contributions en dehors du budget sont évoquées. En revanche, le Parlement européen soumet sa décision à l'introduction de nouvelles ressources propres pour financer le NGEU. En effet, le budget de l'UE ne peut être financé ni par un déficit ni par des contributions en marge du budget (articles 310 et 311 du TFEU) mais seulement par des ressources propres. Cette clarification sur le mode de financement semble nécessaire pour éviter des oppositions lors du processus de ratification par les parlements nationaux mais aussi, ultérieurement, toute éventuelle action en justice.

Le Parlement a ainsi demandé un calendrier juridiquement contraignant au Conseil avant de valider l'accord sur le NGEU. Ce calendrier prévoit l'introduction progressive de plusieurs impôts et taxes ; la suppression des rabais accordés à l'Allemagne, aux Pays-Bas, l'Autriche, la Suède et le Danemark est aussi demandée. Des réticences existent encore dans certains pays sur l'introduction de nouvelles ressources propres qui, une fois existantes, pourraient financer de nouvelles dépenses et pérenniser l'expansion du bilan de l'UE censée n'être que temporaire.

Mais les parlementaires européens ne demandent pas que cela : ils se plaignent que l'accord sur le NGEU de juillet s'est fait aux dépens des dépenses prioritaires du CFP 2021-2021. En effet, les enveloppes pour la transition écologique, digitale et la santé ont été réduites. Ils demandent ainsi 39 milliards d'euros supplémentaires. Finalement, seulement 22 Mds € seront demandés aux États, puisque 17 Mds € proviendraient des réallocations futures des fonds non alloués du NGEU et des programmes de cohésion. Ces 22 Mds € correspondent donc à l'exclusion du plafond du CFP de 13 Mds € de charges d'intérêts du NGEU et d'une élévation dudit plafond de 9 Mds €. La contre-proposition de la présidence allemande de récupérer ces ressources dans la « marge pour imprévus » du budget a été déclinée par les parlementaires.

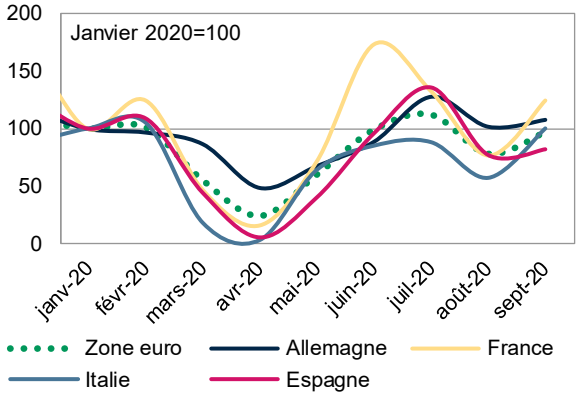
☑ **Notre opinion –** *Le Conseil semble ne pas vouloir ouvrir la boîte de Pandore d'une renégociation de l'accord de juillet si difficilement atteint. D'autant plus qu'un autre point, objet de dissension entre le Parlement et le Conseil ainsi qu'au sein du Conseil, doit être réglé. La règle d'unanimité pour juger du respect de la conditionnalité à la règle de droit avant l'octroi des transferts européens est demandée par le Parlement européen ainsi que, pour des raisons opposées, par les pays frugaux d'un côté et la Pologne et la Hongrie de l'autre.*

Les autres pays soutiennent, en revanche, le compromis d'une règle de majorité proposé par la présidence allemande. Le bras de fer entre Conseil et Parlement masque d'autres enjeux : toute augmentation du pouvoir de taxation de l'UE va obligatoirement poser la question de la légitimité démocratique et appeler à un rôle accru du Parlement européen dans la supervision du Plan pour la reprise. D'autant plus que le Conseil a obtenu un droit de veto sur l'utilisation faite par les pays des ressources du NGEU. La pression sur les institutions européennes à « délivrer » rapidement un plan de relance, exercée par la nouvelle diffusion de la pandémie aura-t-elle raison de cette confrontation ? En faveur de qui ?

☞ Zone euro : léger redressement des ventes de véhicules neufs au mois de septembre

Les immatriculations de véhicules neufs en zone euro enregistrent leur première hausse de l'année en septembre avec une progression de +1,7% en glissement annuel, après -16,9% en août. Parmi les principaux pays de la zone, l'Allemagne et la France sont les pays où les immatriculations se sont le plus redressées, avec respectivement une hausse de 8,4% et 9,5% sur un an. L'Espagne enregistre un recul de 13,5%, tandis que les immatriculations italiennes tendent à se stabiliser (-3%). Si on observe l'évolution du nombre d'immatriculations, on constate que la France, l'Allemagne et l'Italie ont tous retrouvé leur niveau de janvier dernier (avant-crise). L'Espagne, en revanche, demeure en dessous de ses performances de début d'année. Cependant, les données de production industrielle automobile dans ces pays suggèrent des difficultés toujours prégnantes en Allemagne (-36% sur un an), mais aussi en France (-13% a/a) et en Espagne (-12% a/a), tandis que l'Italie enregistre une hausse annuelle de sa production automobile de 2,5%.

UEM : immatriculations de véhicules neufs



Sources : ACEA, Crédit Agricole S.A.

☑ **Notre opinion –** *Les immatriculations de véhicules neufs s'améliorent au mois de septembre essentiellement en Allemagne et en Italie. Toutefois, la production automobile allemande, reste encore nettement inférieure à son niveau enregistré un an plus tôt. Le redressement du secteur s'avère très modéré en Allemagne et en France, tandis que l'Italie semble bénéficier d'une avance sur la reprise de l'activité.*

☞ Zone euro : en août, la production industrielle encore inférieure de 6% à son niveau pré-Covid

L'indice de la production industrielle a progressé de 0,7% sur le mois précédent en août. Il est encore inférieur de 7,2% à son niveau d'août 2019 et de 5,9% à son niveau de février 2020.

Malgré le ralentissement de la croissance de la production industrielle en août, le rythme soutenu de juillet (+5%) permet d'asseoir l'acquis de croissance pour le troisième trimestre à +16,2% sur le trimestre précédent.

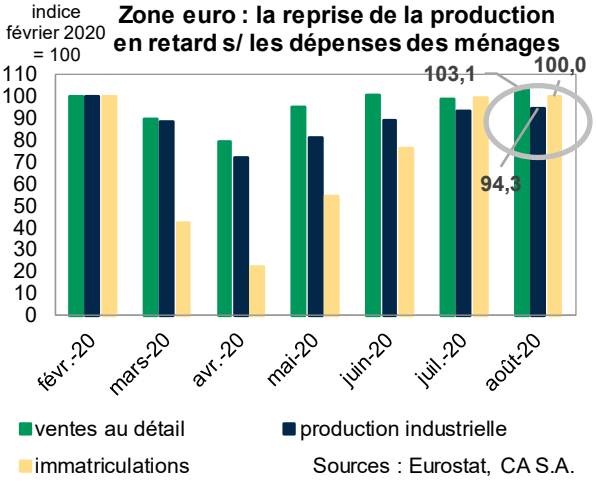
La production industrielle a ralenti dans toutes les grandes économies de la zone, à l'exception de l'Italie. Le rythme d'expansion, encore très positif en Italie (+7,7%) et dans une moindre mesure en France (+1,3%) et aux Pays-Bas (+0,4%), a été nul en Espagne et négatif en Allemagne (-0,7%). Si le niveau de la production italienne a presque retrouvé son niveau pré-Covid (avec un écart de -0,6%), il est encore inférieur en Espagne (-3,2%), en France (-6,8%) et surtout en Allemagne (-11,5%).

L'activité est tirée par le dynamisme des producteurs de biens de consommation durables et de biens intermédiaires. En revanche, la production de biens d'investissement et de biens de consommation non durables est en repli.

La demande adressée aux producteurs pour les mois à venir peut se lire dans le rythme d'expansion des carnets de commandes qui, en juillet, était en ralentissement, mais encore soutenu (+4,4% sur le mois), tiré par des commandes étrangères dynamiques (+8,9%) ayant compensé le repli des commandes domestiques. Les enquêtes, que ce soit auprès des directeurs d'achats dans le secteur manufacturier ou celles menées par la Commission auprès des entreprises industrielles, signalent toujours une expansion des commandes au mois de septembre, mais sans accélération.

Avec le fort rebond de la demande du début de l'été, la plupart des stocks cumulés pendant le confinement ont pu être écoulés, ce qui pourrait justifier une poursuite de la production.

Zone euro : la reprise de la production en retard s/ les dépenses des ménages



Sources : Eurostat, CA S.A.

☑ **Notre opinion –** *Si la demande a déjà retrouvé son niveau d'avant-crise, notamment en ce qui concerne les ventes au détail et les immatriculations de voitures neuves, l'offre est encore en retard. La production industrielle n'a toujours pas atteint son niveau du mois de février, alors que les données plus avancées des enquêtes indiquent un essoufflement du rythme d'expansion à l'entrée dans l'automne. La deuxième vague épidémique et les mesures de restriction à la mobilité qui s'annoncent graduellement risquent d'élimer davantage une demande intérieure de la zone qui s'annonce en ralentissement. La dynamique de la demande étrangère reste, en revanche, plus soutenue et peut profiter davantage aux pays dont la spécialisation manufacturière est plus orientée à l'exportation hors UE.*

☞ Allemagne : le système financier a plutôt bien résisté à la crise sanitaire

Le rapport sur la stabilité financière en Allemagne souligne la résistance du système financier depuis l'avènement de la crise sanitaire, mais fait ressortir également comme facteur de vulnérabilité la montée du risque de défaut des entreprises. Le choc d'activité provoqué par la crise sanitaire s'est traduit pour beaucoup d'entreprises par une chute de la production et des ventes entraînant des besoins de liquidité faisant craindre la pénurie. Cependant, la crise de liquidité a pu être évitée durant l'été grâce à l'action conjuguée de la politique monétaire, de la politique budgétaire et des mesures de contrôles prudentiels précédemment établies. Les achats d'actifs à grande échelle par la Banque centrale européenne ont permis d'apporter des liquidités supplémentaires aux banques venant alimenter les prêts nécessaires aux entreprises et aux ménages.

De son côté, le gouvernement fédéral a déployé l'ensemble des moyens à sa disposition pour soutenir l'économie : prêts garantis, reports d'impôts, assouplissement des conditions d'accès au chômage partiel. Le régulateur a, de son côté, assoupli le cadre réglementaire pour accorder des mesures d'allègements temporaires aux banques et permis l'utilisation du coussin contra-cyclique. Jusqu'ici, les effets de la crise n'ont pas été visibles sur les défaillances des entreprises, en raison de la suspension temporaire de l'obligation de déposer une demande d'insolvabilité, mesure arrivée à échéance depuis fin septembre.

Avec l'extinction progressive des mesures de soutien, le nombre de défaillances d'entreprises devrait nettement augmenter, selon les estimations de la Bundesbank. Il pourrait, en effet, passer de 5 000 par trimestre à plus de 6 500 au premier trimestre 2021, soit une hausse de 35%. Cette situation pourrait provoquer une hausse du taux de chômage, mettant à mal le risque de défaut des prêts et se traduirait *in fine* par une dégradation des ratios bancaires. Toutefois, un scénario de stress sévère, prenant en compte une hausse des provisions pour pertes sur les prêts aux entreprises à leur plus haut niveau depuis 2003, ne conduirait qu'à une baisse du ratio de fonds propres CET1 de seulement 2 points de pourcentage, ne mettant en difficultés financières qu'un petit nombre de banques.

☑ **Notre opinion –** *Le rapport sur la stabilité financière se veut rassurant sur l'état de santé du système financier allemand. Il souligne que celui-ci a pu éviter le risque de pénurie de liquidité mais qu'il devra encore faire face à la montée en puissance du nombre de défaillances d'entreprises à partir du T1 2021. Toutefois, il estime que la hausse des provisions pour pertes semble aujourd'hui gérable par le système bancaire, grâce aux réformes implémentées depuis la crise financière de 2009, qui ont permis aux banques d'être mieux capitalisées et de disposer de réserves de capitaux supplémentaires pouvant être utilisés.*

☞ Espagne : budget 2021 et plan de relance

La pandémie a obligé le gouvernement à reporter la réforme fiscale qu'il envisageait de mettre en œuvre lors de son arrivée au pouvoir, mais il y aura des ajustements l'année prochaine. Le projet de loi de finances pour 2021, que l'exécutif a envoyé à Bruxelles ce jeudi, prévoit que le ratio de recettes au PIB soit de 40,3% en 2021, contre 41,7% en 2020. Cette diminution du ratio est une conséquence de la plus forte augmentation du PIB l'année prochaine (7,2%), mais les recettes augmenteraient également, de 33 447 millions d'euros par rapport à 2020. L'augmentation des recettes publiques s'explique par l'amélioration de l'activité économique et, dans une moindre mesure, par les mesures fiscales qui seront appliquées dès le prochain exercice. Selon le plan budgétaire, ces réformes fourniront 6 847 millions d'euros en 2021 et 2 323 millions en 2022.

	Recettes (millions d'euros)		
MESURES FISCALES	2021	2022	Total
Création de la taxe sur les transactions financières	850	-	850
Création de la taxe sur certains services numériques	968	-	968
Création d'une taxe sur les contenants en plastique	491	-	491
Fiscalité de la santé: augmentation de la TVA sur les boissons sucrées	340	60	400
Fiscalité verte	1 311	50	1 361
Impact des mesures dans le domaine de la fiscalité directe	550	1 998	2 548
Impact des mesures dans le domaine de la fiscalité indirecte	1 509	215	1 724
Limitation des paiements en espèces	218	-	218
Renforcer la liste des défaillants	110	-	110
Pratiques internationales de prévention et de lutte contre la fraude fiscale	500	-	500
TOTAL	6 847	2 323	9 170

Source: Ministère des Finances, Crédit Agricole SA

Parmi les principales mesures, la nouvelle taxe sur certains services numériques (« taxe Google »[2]), et la taxe sur les transactions financières (« taxe Tobin »[3]) viennent d'être approuvées au Sénat et commenceront à fonctionner dans environ trois mois. Le gouvernement estime une recette de 1 800 millions. Le plan budgétaire comprend également une augmentation des taxes vertes. (en Espagne, la pression de ces taxes sur le PIB est inférieure à la moyenne de l'UE, 1,8% contre 2,4%). La fiscalité environnementale collectera 1 311 millions en 2021. En termes de taxes vertes, le plan budgétaire prévoit la création de la taxe sur les contenants en plastique à usage unique (approuvé en juin dernier par le Conseil des ministres), avec des recettes supplémentaires estimées à 491 millions d'euros pour 2021. En outre, la TVA sur les boissons sucrées passera de 10% à 21% et fournira des revenus de 340 millions en 2021 et 60 millions en 2022. Une hausse des impôts directs (probablement sur l'IRPP et l'IS) est prévue, avec un impact de 2 548 millions dans les deux prochaines années, et un autre impact indirect, avec 1 724 millions. Le document ne contient pas de détail sur ces mesures.

Du côté des dépenses, le gouvernement estime qu'elles augmenteront de 2 419 millions l'année prochaine, mais leur ratio par rapport au PIB passerait de 53% en 2020 à 48% en 2021, du fait de l'amélioration de l'activité. Le plan budgétaire comprend également l'impact de l'augmentation progressive du congé de paternité, qui passe de douze à seize semaines, et du revenu vital minimum. Nous avons commenté en détail le plafond de dépenses et le scénario macro-économique 2021 approuvé la semaine dernière par le Conseil des ministres[4]. Pour rappel, la Moncloa attend un déficit de 11,3% du PIB en 2020, qui se tasserait à 7,7% l'année prochaine. Le PIB reculerait de 11,2 % en 2020, suivi d'un rebond de 7,2 % en 2021.

Le « Plan de rétablissement, de transformation et de résilience », présenté le 7 octobre, présente l'allocation des subventions des fonds européens, qui, selon, le gouvernement, pourraient amener la croissance en 2021 jusqu'à 9,8%. Il sera financé par le plan de relance européen « *Next Generation EU* », qui permettra à l'Espagne d'obtenir un financement à hauteur de 140 Mds €, dont 72,7 Mds € seront décaissés sous forme de subventions et le reste sous forme de prêts. Le plan envisage un investissement public pouvant atteindre 140 Mds € sur la période 2021-2026, capable de mobiliser des ressources privées importantes et d'augmenter la croissance potentielle de l'économie espagnole au-dessus de 2%, selon la Moncloa. Concrètement, le gouvernement mobilisera les 72 Mds € de subventions au cours des trois premières années (2021-2023), afin de maximiser leur impact sur la reconstruction rapide de l'économie, et utilisera les prêts pour compléter ultérieurement le financement des projets en cours. Le plan se déploiera pleinement à partir de 2021 et se verra reflété dans le budget de l'année prochaine aux alentours de 27 Mds €. Basé sur quatre axes transversaux (transition écologique, cohésion sociale et territoriale, numérisation et égalité de genre), il envisage d'encourager les investissements publics dans les infrastructures et les actifs incorporels associés à la numérisation et à l'innovation. D'autres axes de dépenses viseront à accroître l'efficacité énergétique, à améliorer l'éducation et la formation continue et à renforcer les politiques d'inclusion.

Les décaissements se feront en dix échéances (*cf. tableau ci-contre*). 37% des ressources à mobiliser dans les trois prochaines années seront consacrées à la transition verte et 33% à la transformation numérique. En matière d'impact macro-économique, le gouvernement prévoit une croissance supplémentaire de 2,5% en 2021, ce qui l'amènerait à 9,8%, au lieu de 7,2% (l'estimation fournie par le Conseil des ministres la veille de l'annonce du plan). L'effet sera similaire en 2022 et 2023 et devrait ramener la croissance potentielle au-dessus de 2% et la création de 800 000 emplois.

ALLOCATION DES FONDS DANS LES TROIS PROCHAINES ANNÉES	%	Mds€
Agenda urbain et rural, lutte contre le dépeuplement et développement de l'agriculture	16	12
Infrastructures et écosystèmes	12	9
Transition énergétique	9	6
Modernisation des administrations publiques	5	4
Modernisation et numérisation du tissu industriel et des PME	17	12
Science et innovation	17	12
Éducation	18	13
Marché du travail	6	4
Industrie de la culture et du sport	1	1
Modernisation du système fiscal	-	-
Total	**100**	**72**

Source: Ministère des Finances, Crédit Agricole SA

[2] 3% aux entreprises avec un chiffre d'affaires annuel d'au moins 750 millions d'euros dans le monde et 3 millions en Espagne, en se concentrant sur les services de publicité en ligne, les services d'intermédiation en ligne et la vente de données générées à partir d'informations fournies par l'utilisateur ou encore la vente de métadonnées.

[3] Cette impôt taxera de 0,2% la cession d'actions d'entreprises espagnoles ayant une capitalisation de plus de 1 000 millions d'euros. Les contribuables de la taxe seront les intermédiaires financiers qui exécutent le bon de commande, et l'achat d'actions de PME et de sociétés non cotées ne sera pas imposé.

[4] Cf. hebdo du 9 octobre

☑ **Notre opinion –***Le plan présenté à Bruxelles dessine les lignes générales de la loi budgétaire, que le gouvernement devrait soumettre au Parlement. Dans le cadre de l'augmentation des impôts directs, il y aura probablement une augmentation de l'impôt sur le revenu des personnes physiques pour les revenus les plus élevés, ce qui permettrait de renforcer la progressivité du système fiscal. Il n'est pas clairement indiqué, si cela se traduit par l'élimination des déductions pour cotisations aux fonds de pension ou par des taux marginaux plus élevés pour les revenus les plus élevés.*

En outre, le plan suggère des modifications de l'impôt sur les sociétés, car le document indique que la perception augmentera en raison de la hausse des bénéfices et en raison de « l'adoption de certaines mesures », qui ne sont pas expliquées. Quant aux impôts indirects, le document indique que la collecte augmentera en raison de l'effet des mesures fiscales, qui se traduira par une augmentation de la perception de la TVA et des taxes spéciales. La taxe sur le diesel pourrait être augmentée ou certains produits pourraient être exclus de la TVA minorée.

En ce qui concerne le Plan de relance, le document ne donne pas suffisamment de détails sur les projets financés pour pouvoir évaluer les implications sur la croissance. Tous les fonds ne seraient cependant pas consacrés à l'investissement, une partie pouvant être utilisée pour des dépenses et des coûts administratifs moins efficaces. Aussi l'Espagne ne recevra la première tranche de 10% (15 Mds €) qu'en avril 2021 au plus tôt et, par conséquent, il semble difficile que le pays puisse dépenser les 25 Mds € en 2021 (selon le ministère de Finances, l'Espagne a dépensé seulement 34% de tous les fonds structurels de l'UE alloués à son enveloppe financière 2014-2020).

En outre, les risques à la baisse sur la croissance du PIB se multiplient : la récente augmentation des cas de Covid-19 et le renouvellement des restrictions localisées pourraient peser davantage sur l'activité économique, ce qui s'est déjà reflété dans les indicateurs de confiance dans le secteur des services en septembre. Nous considérons que l'allocation proposée par le gouvernement pourrait avoir effectivement des impacts positifs considérables. Pourtant, les prévisions nous semblent optimistes face aux risques qui planent sur l'économie espagnole dans le contexte actuel et maintenons nos prévisions de 5% de croissance en 2021.

Royaume-Uni

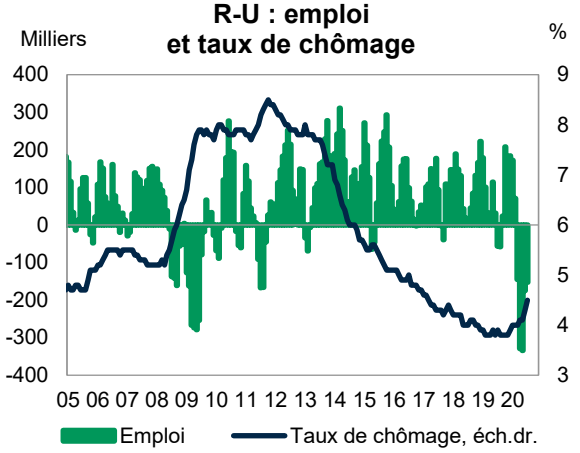
☞ Royaume-Uni : le taux de chômage a grimpé à 4,5% en août

Le taux de chômage a accéléré sa progression sur la période de juin à août pour atteindre 4,5%, soit une hausse de 0,4 point de pourcentage par rapport aux trois mois précédents. D'une part, cela s'explique par une baisse de la population inactive (-3 000 personnes) en raison du reclassement statistique des inactifs qui jusqu'alors ne respectaient pas la définition officielle de chômeur (puisqu'elles n'étaient pas à la recherche active d'emploi au cours des quatre dernières semaines et/ou n'étaient pas capables de commencer un travail au cours des deux semaines à venir). D'autre part, et surtout, la hausse du taux de chômage s'explique par une hausse record des licenciements : + 114 000 sur les trois mois à fin août à un total de 227 000, soit un plus haut depuis juillet 2009.

Ainsi, l'emploi a baissé de 153 000 sur les trois mois à fin août (et de 482 000 depuis février).

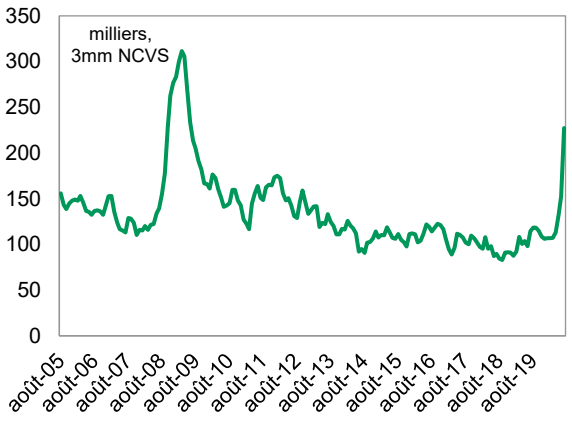
En outre, le nombre de personnes bénéficiant du système de prestations sociales et d'allocations chômage a atteint 2,7 millions (8% de la population active), représentant une hausse de 1,5 million de personnes depuis mars 2020. Les heures travaillées ont augmenté (+2,3% sur les trois derniers mois par rapport aux trois mois à fin mai), mais restent toujours à des niveaux extrêmement bas (15% en-deçà de janvier 2020). De même, les postes à pourvoir affichent une hausse record sur trois mois (+144 000 sur le troisième trimestre), mais restent très en-dessous (-40%) de leur niveau avant Covid-19.

R-U : emploi et taux de chômage



Sources : ONS, Crédit Agricole S.A.

R-U : licenciements



Sources : ONS, Crédit Agricole S.A.

☑ **Notre opinion –** *Le taux de chômage devrait continuer d'augmenter dans les prochains mois (à près de 8% au quatrième trimestre) sous l'effet combiné de plusieurs facteurs.*

Le premier est évidemment l'expiration du Coronavirus Job Retention Scheme (CJRS) *le 31 octobre et son remplacement par le moins avantageux* Job Support Scheme *qui devrait conduire à une hausse des licenciements dans les secteurs à activité réduite. Les données officielles du gouvernement britannique (sujettes à de possibles révisons à la hausse) montrent que le nombre de personnes bénéficiant du CJRS avait atteint un plus haut à 8,9 millions au mois de mai, avant de baisser progressivement à 4,8 millions le 31 juillet (14% de la population active).*

Le deuxième est la poursuite du retour sur le marché du travail d'une partie de la population inactive, comme cela a été le cas au mois d'août.

Le troisième est une probable inscription au chômage des individus qui sont employés, mais ne touchent pas de revenus (ni salaire, ni aides de l'État au travers du chômage partiel).

Pays émergents

☞ Hong-Kong : une activité toujours en berne

Les mois se suivent et se ressemblent pour Hong-Kong, dont l'économie subit encore les contrecoups de la crise sanitaire. Les ventes au détail se sont ainsi encore contractées de 13,3% en août. Il faut remonter à janvier 2019 pour trouver un mois en croissance. Sur les huit premiers mois de 2020, la baisse cumulée dépasse 30%, on estime ainsi que le commerce de détail pourrait en 2020 retomber à son niveau de 2010.

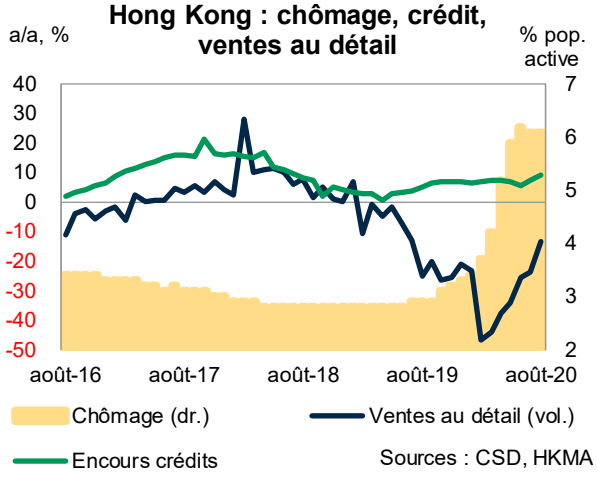
Trois facteurs principaux expliquent cette chute : la hausse du chômage, qui a presque doublé depuis janvier et dépasse les 6%, un niveau élevé dans cette économie de plein-emploi ; les mesures de distanciation sociale, limitant la fréquentation des lieux clos (bars, restaurants, centres commerciaux) et enfin l'effondrement des flux de touristes – notamment chinois – grands consommateurs de biens et services haut de gamme. Si la reprise s'engage un peu partout dans le reste du monde, la dépendance de Hong-Kong vis-à-vis du tourisme (10% du PIB, corrélation la plus élevée des pays d'Asie entre les ventes au détail et les arrivées de touristes). Si les négociations se poursuivent entre Hong-Kong et la Chine continentale, les frontières n'ont à ce jour toujours pas été rouvertes, ce qui limite la capacité de rebond du territoire.

Du côté des autres indicateurs, la reprise se fait également attendre. Les exportations et importations se sont de nouveau contractées, de respectivement 2,1% et 4% en août en glissement annuel. Hong-Kong, traditionnelle grande plaque de réexportations chinoises, ne profite donc pour l'instant pas du dynamisme du commerce extérieur de son grand voisin.

Les inquiétudes portent également sur le marché de l'immobilier, qui affiche des niveaux de transaction inhabituellement bas. La chute des prix observée sur le marché immobilier de bureaux, débutée avec les manifestations de 2019, a encore accéléré avec la crise sanitaire. Et, fait encore plus rare sur ce territoire surpeuplé, les prix ont également reculé de 1,1% en août sur le marché résidentiel.

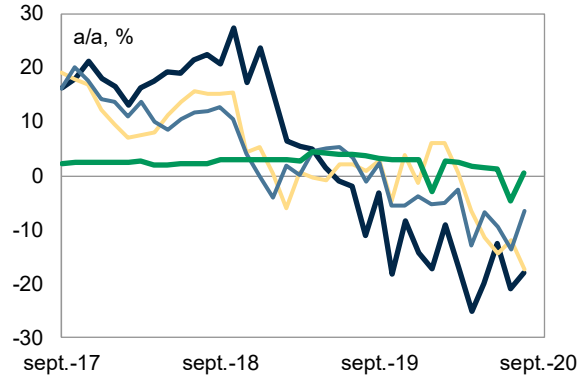
En octobre, le FMI a ramené sa projection de croissance à -7,5% en 2020, avant un rebond attendu à 3,7% en 2021, bien insuffisant pour compenser les deux années de récession que le territoire aura affrontées.

Hong Kong : chômage, crédit, ventes au détail



Sources : CSD, HKMA

Hong-Kong : immobilier



Source : CSD

☑ **Notre opinion –** *Tensions géopolitiques, crise sanitaire, fermeture des frontières, les nuages s'accumulent dans le ciel hongkongais, dont le modèle de croissance est fondé sur l'ouverture à l'extérieur. Dans un monde qui se referme, la dépendance aux autres devient un handicap d'autant plus fort que la taille de l'économie domestique, même si elle bénéficie du plan de relance orchestré par les autorités, ne suffit pas à compenser les pertes encaissées. Dans cet univers incertain, Hong-Kong a deux solutions : attendre que l'orage passe, en comptant sur ses réserves budgétaires et monétaires, qui restent très confortables, et son statut de « porte d'entrée vers la Chine », qui demeure encore une réalité, ou bien réinventer en profondeur son modèle de croissance en se tournant vers son marché intérieur. Un défi de taille.*

☞ Moyen-Orient/Afrique du Nord : révision à la baisse des prévisions de croissance par le FMI

Le FMI vient de sortir ses nouvelles prévisions macro-économiques pour l'ensemble du monde. Par rapport à avril dernier, les perspectives de la région Moyen-Orient/Afrique du Nord sont un peu plus pessimistes qu'au printemps dernier. Alors qu'il prévoyait une récession de 2,8% en 2020 sur la zone, le Fonds prévoit désormais une contraction de 4,1%. De même, le rebond de croissance serait moins vigoureux en 2021 avec 3% de croissance positive, contre 4% en avril et ce malgré un effet de base plus important.

Malgré une légère révision à la hausse du prix des hydrocarbures, cette vision plus défavorable est principalement due à une révision à la baisse de l'activité des grandes économies de la région et notamment celle de l'Arabie saoudite, de l'Iran et des Émirats qui représentent à eux trois 49% du PIB de la zone. Pour les pays pétroliers, le renforcement de l'accord OPEP+ de plafonnement des productions renforce également le caractère récessionniste de l'année.

Les récessions s'accentueraient donc en 2020 de 2,9% en avril à -5,4%, en octobre pour l'Arabie et de-3,5% aux Émirats à -6,6% en octobre. Cette évolution défavorable est globalement assez généralisée pour la plupart des pays de la région (Irak : -12% ; Iran : -5%, Koweït : -10%, Oman : -10%, Maroc : -7%).

Le Fonds pense, par ailleurs, qu'en 2021 le rebond de croissance sera inférieur à ses estimations d'avril. Il ne prévoit plus qu'un rebond de 3,3% pour les pays pétroliers et de 2,5% pour les pays non pétroliers.

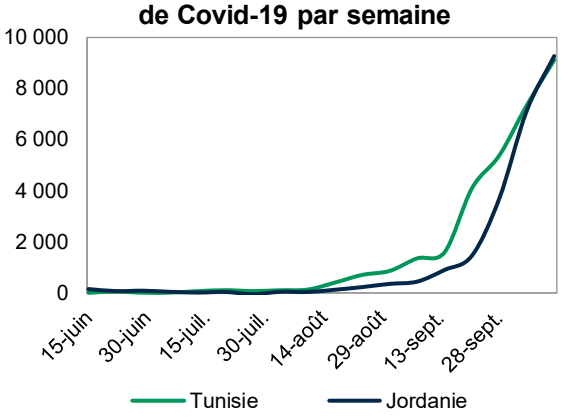
En revanche, la forte chute des importations devraient avoir un impact un peu plus modéré sur les balances des paiements. Les déficits des soldes courants oscilleraient autour de 3,3% en 2020 pour les pays exportateurs de pétrole et de 4,5% pour les pays importateurs. Les prévisions initiales s'établissaient à un ou deux points de PIB au-dessus il y a six mois.

☑ **Notre opinion –** *Ces prévisions, plus proches de la réalité, car prenant en compte les chiffres du deuxième trimestre, sont toutefois assez évolutives en fonction de la pandémie de Covid et des reconfinements partiels opérés dans certains pays et dans le reste du monde.*

☞ Moyen-Orient/Afrique du Nord : la Tunisie et la Jordanie ne sont désormais plus épargnées par le Covid-19

Alors que jusqu'en septembre, la Tunisie et la Jordanie faisaient figure d'exception au Moyen-Orient avec un nombre extrêmement limité de cas de contaminés au coronavirus, l'explosion du nombre de personnes atteintes par le virus depuis mi-septembre fait craindre une évolution totalement non maîtrisée de la pandémie dans ces deux pays. Cette situation coïncide avec l'ouverture des frontières début juillet et le brassage des populations cet été. Avec plus de 9 100 cas déclarés par semaine (*cf. graphique*), ils dépassent désormais les Émirats (7 500 cas), le Koweït (4 100) ou l'Arabie (2 900). Le Liban les rejoint désormais dans cette évolution très préoccupante. Même si le taux de létalité reste très modéré (0,8% en Jordanie et 1,5% en Tunisie), la capacité de secteur hospitalier à répondre au défi de protéger la population va être mise en question. Des hôpitaux de campagne ont été dressés en Tunisie et des reconfinements partiels (notamment des couvre-feux) ont été instaurés dans les régions les plus touchées de chacun des deux pays et les fins de semaine en Jordanie.

Tunisie et Jordanie : nouveaux cas de Covid-19 par semaine



Sources : OMS, Crédit Agricole SA

☑ **Notre opinion –** *L'évolution très défavorable de la pandémie, alors que ces deux pays ont déjà recouru à des mesures de confinement très rigoureuses de deux mois au printemps dernier, va avoir des conséquences économiques défavorables, alors qu'ils étaient par ailleurs déjà particulièrement fragilisés avant la crise sanitaire. Les nouvelles mesures de reconfinement partielles (à ce stade, couvre-feu) pourraient avoir pour conséquence de limiter encore un peu plus l'activité et d'accentuer une récession déjà prévue à 8% en Tunisie et à 5% en Jordanie en 2020.*

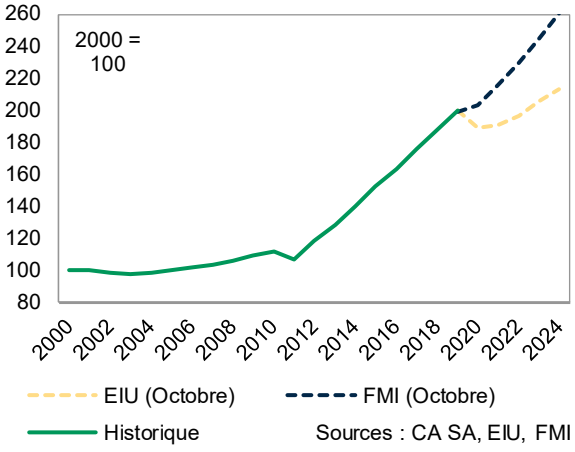
☞ Prévisions FMI : une crise dans la durée pour l'Afrique sub-saharienne

Depuis avril dernier, le FMI a assombri ses perspectives économiques pour l'Afrique sub-saharienne : alors qu'il prévoyait une récession de 1,6% en 2020 sur la zone, le Fonds prévoit désormais une contraction de 3,0%. Le Nigéria et l'Afrique du Sud, qui représentent à eux seuls environ 30% du PIB de la zone, ont vu respectivement leurs prévisions de croissance passer de -3,4% à -4,3% et -5,8% à -8,0%. Depuis avril, le FMI a pourtant relevé ses prévisions sur le cours du pétrole, ce qui ne l'a pas empêché de dégrader les prévisions économiques des pays exportateurs de pétrole d'Afrique sub-saharienne. Plus inquiétant encore, malgré un effet de base plus important, les prévisions pour 2021 sont également revues à la baisse, d'une croissance de 4,1% à seulement 3,1%. Relativement aux autres pays émergents, l'écart de chute du PIB devrait être moins important en 2020, mais la reprise d'ici à 2025 devrait creuser le retard de l'Afrique sub-saharienne. Selon le FMI, la zone ne retrouvera son niveau de richesse de 2019, mesuré par le PIB par habitant, qu'en 2024, malgré une reprise en V des exportations (-7% en 2020 et +9% en 2021) et malgré une part stable de l'investissement. Enfin, à horizon 2025, le FMI ne prévoit pas de retour au niveau actuel du revenu des gouvernements (en pourcentage du PIB), repoussant ainsi à 2021/2022 la stabilisation de la trajectoire de la dette publique.

☞ Côte d'Ivoire : incertitudes importantes sur la croissance

Depuis 2011, la Côte d'Ivoire a connu une croissance annuelle moyenne du PIB de 8,2% par an. Cette bonne performance a été portée par une forte croissance du secteur industriel, notamment grâce à l'agro-industrie, fortement génératrice d'emplois et à la production d'électricité, que la Côte d'Ivoire exporte vers ses voisins. Selon les derniers chiffres du FMI, l'économie ivoirienne peut espérer croître de 1,8% en 2020. Un an plus tôt, le Fonds tablait encore sur +7,3%. Si de nombreux pays ont vu leurs prévisions de croissance évoluer à la baisse au cours de l'année, le cas de la Côte d'Ivoire est frappant par les incertitudes qui demeurent.

Côte d'Ivoire : croissance du PIB



Les prévisions de croissance du PIB des différents instituts d'analyse sont très contrastées, voire contradictoires : à l'optimisme du FMI (+1,8%) fait face le pessimisme d'EIU (-5,6%). De telles divergences expriment des visions radicalement différentes du potentiel de croissance *post*-Covid du pays à l'horizon 2024.

Une première explication est le manque de données publiques : pour le PIB, les dernières données utilisées par le FMI provenant de la comptabilité nationale datent de 2017. L'autre explication est que la Côte d'Ivoire est une économie particulièrement ouverte. Malgré une baisse continue de la part des exportations dans la composition du PIB (23,5% du PIB en 2019), le pays demeure très vulnérable à la conjoncture internationale, notamment *via* les cours du cacao dont le pays est le premier producteur et à ceux de l'anacarde. Ainsi, alors même que le secteur agricole devrait être le seul à afficher une croissance positive, le volume des exportations pourrait se contracter de plus de 10%. Les importantes exportations de pétrole et de gaz pâtiront également de la faiblesse des cours. La contraction des exportations, entraînant une faiblesse de l'investissement, serait dans ce scénario responsable de la quasi-totalité de la contraction du PIB de près 6% en 2020.

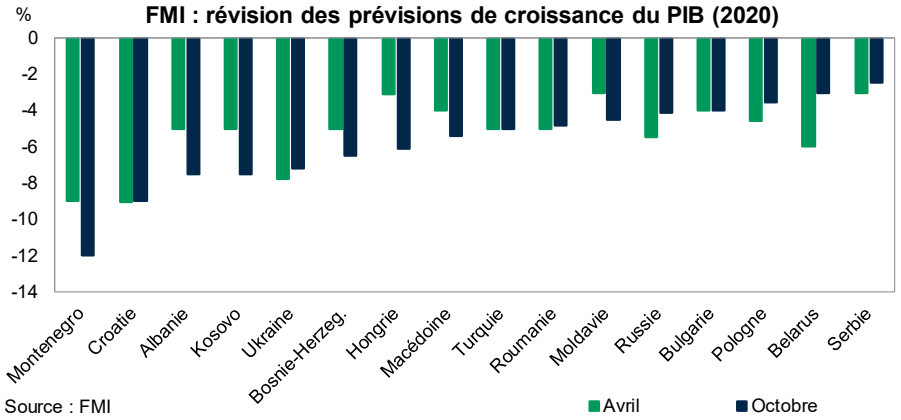
Par ailleurs, même si l'agro-industrie a connu une très forte croissance, le pays continue d'exporter majoritairement des biens agricoles non-transformés. En attendant de capturer une plus grande part de la valeur ajoutée, la Côte d'Ivoire a constitué avec le Ghana, autre grand exportateur de cacao, un cartel. Les deux pays ont obtenu auprès des grands groupes étrangers une augmentation du prix payé aux producteurs de cacao. Cela devrait avoir un effet de stabilisation sociale, grâce à l'amélioration du revenu des nombreuses personnes travaillant dans ce secteur.

☑ **Notre opinion –** *La Côte d'Ivoire illustre à la fois la vulnérabilité des pays d'Afrique sub-saharienne face aux effets de la pandémie, ce malgré un bilan sanitaire plus positif que dans le reste du monde, mais également la forte incertitude qui entoure ces pays. L'instabilité politique, due à l'élection présidentielle en Côte d'Ivoire, est un facteur aggravant, diminuant encore la visibilité sur la trajectoire économique.*

☞ Europe de l'Est : que nous prévoit le FMI ?

En Europe de l'Est, le tableau de prévisions que le FMI vient de livrer montre une scène de bataille où les petits pays des Balkans sont les plus touchés par le choc de croissance, auxquels il faut ajouter la Hongrie et l'Ukraine. Mis à part la Hongrie, la crise Covid se déploie donc dans la zone, en termes économiques, sans grande surprise, car elle frappe plus fort les pays à plus faibles PIB par habitant, et c'est un facteur discriminant assez évident que l'on retrouve dans d'autres zones émergentes.

Cela dit, les statistiques de beaucoup de pays de la zone sont également sujettes à caution, au Belarus notamment, ou même en Russie, où les services statistiques du gouvernement viennent de publier une estimation du nombre de morts liés au virus deux fois plus élevée que celles qui avaient été données par la *Task Force* en charge de la gestion de la pandémie.



Source : FMI

La transparence dans la gestion du Covid va jouer un rôle politique important

Cette question de transparence statistique n'est pas du tout anecdotique en termes de risques politiques, à un moment où, par ailleurs, la Russie est en train de s'enfoncer très nettement dans la deuxième vague. Le ministre de la Santé vient ainsi d'annoncer que 90% des lits d'hôpitaux sont désormais occupés et que le secteur n'est pas loin de la saturation. Et rappelons aussi que les manifestations durent déjà depuis trois mois à Khabarovsk, où la police anti-émeute (les fameux Omon) vient d'intervenir, afin d'empêcher que les manifestants ne s'installent dans des tentes en centre-ville. Dans un contexte où le pourtour géopolitique russe est de plus en plus déstabilisé et où les questions Belarus et Khirghizes ne sont pas simples à résoudre pour Moscou, il faut bien sûr, pour le pouvoir central, éviter toute connexion entre les fragilités politiques intérieures et extérieures.

La deuxième vague affecte les prévisions de croissance en Russie

La Banque centrale vient d'évoquer un taux de croissance du PIB entre 4 et 5% pour le troisième trimestre (comparé au deuxième), mais le rythme de la reprise est freiné dans le secteur manufacturier, dans les investissements et dans les exportations. Par ailleurs, la publication détaillée de la composition du PIB au second semestre a montré que le choc a été beaucoup plus violent pour la consommation en 2020 qu'en 2009, mais que la chute de l'investissement a en fait été contenue par une plus forte activité de l'État dans la construction résidentielle et dans la construction d'infrastructures.

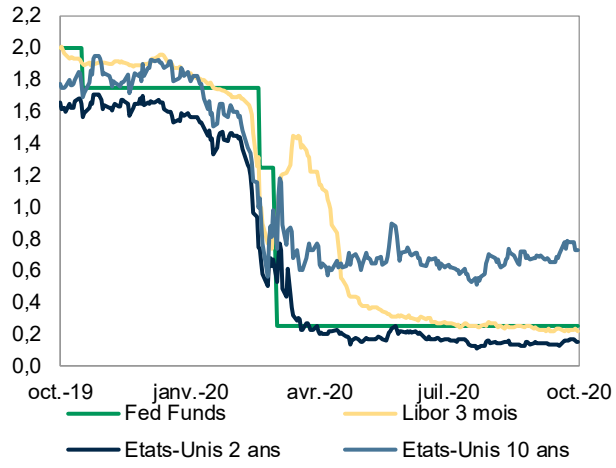
Une étude d'Alfa Bank montre ainsi que de 2000 à 2012, l'investissement était plutôt réparti sur le territoire, mais que dans les huit dernières années, il est concentré seulement sur deux ou trois régions. Autre point intéressant de cette étude, la relativement bonne tenue des exportations au deuxième trimestre, avec une légère croissance de 0,3% en variation annuelle, qui serait liée à la part croissante du commerce avec la Chine (17% des échanges en 2019, contre 8% en 2018), tendance qui compense la baisse de la part de l'UE (respectivement 41%, contre 54% aux mêmes dates). Évidemment, cette évolution des échanges russes n'est pas sans écho avec la stratégie géopolitique de virage vers l'Asie de V. Poutine.

☑ **Notre opinion –** *Les prévisions du FMI montrent une Europe de l'Est qui est moins touchée que l'Amérique latine, notamment, mais où les pays les plus pauvres connaissent le choc de croissance le plus fort. Se confirme également le fait que la Russie est moins frappée qu'en 2009, mais il faut encore que la deuxième vague ne remette pas en cause ces résultats. Et il faut aussi que le pays traverse une phase politique aussi compliquée en interne qu'en externe. Enfin, les statistiques qui sont en train de sortir confirment le resserrement de l'économie russe, depuis une dizaine d'années, autour de l'État, que ce soit en tant qu'investisseur ou actionnaire, par exemple avec une part beaucoup plus forte de la présence publique dans le secteur financier. Mais dans le cas du Covid, cette place de l'État qui est considérée depuis longtemps comme un facteur de frein à la croissance potentielle s'est révélée un soutien crucial et rapide pour l'investissement.*

Tendances à suivre

Taux d'intérêt en dollar américain

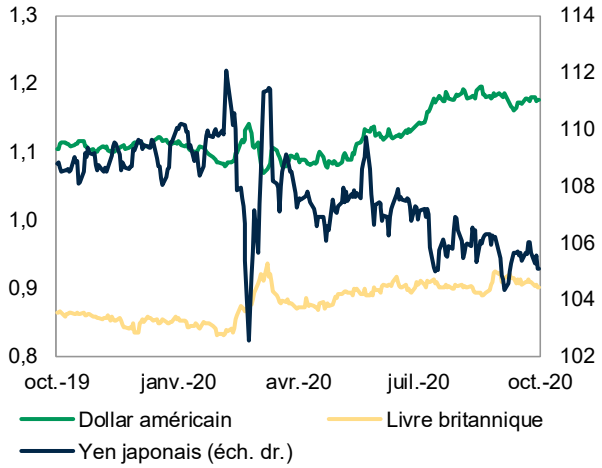
%, interbancaire (Londres) et souverains (Etats-Unis)



Source : Thomson Reuters

Taux de change des principales devises

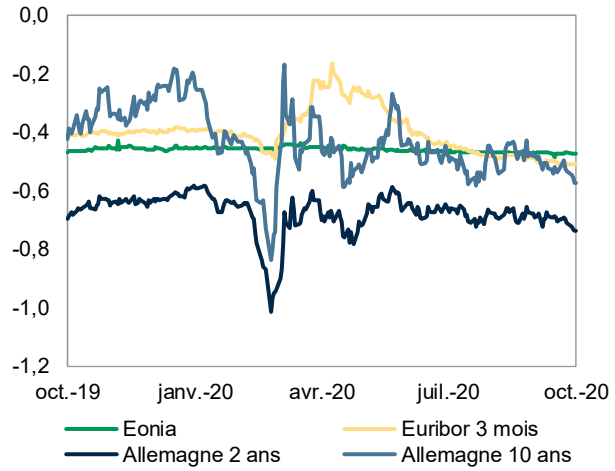
EUR/USD, EUR/GBP et USD/JPY



Source : Thomson Reuters

Taux d'intérêt en euro

%, interbancaires (Londres) et souverains (Allemagne)



Source : Thomson Reuters

Spreads souverains européens avec le Bund

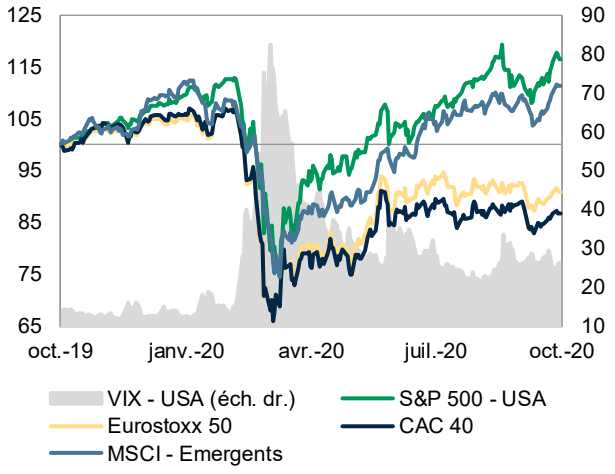
Pdb, dette en EUR à dix ans



Source : Thomson Reuters

Marché actions

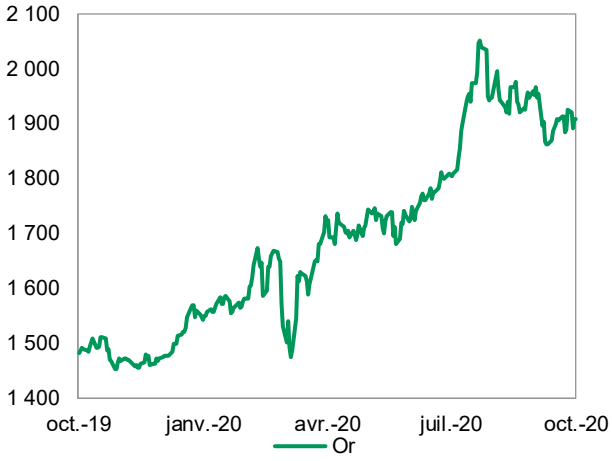
Indice boursiers (100 = début de période) et volatilité VIX



Source : Thomson Reuters

Cours de l'once d'or

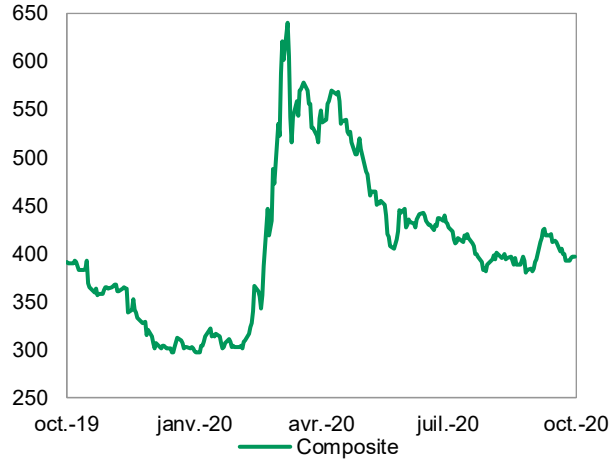
USD/Once troy (Londres)



Source : Thomson Reuters

Spreads souverains émergents avec le T-Bond

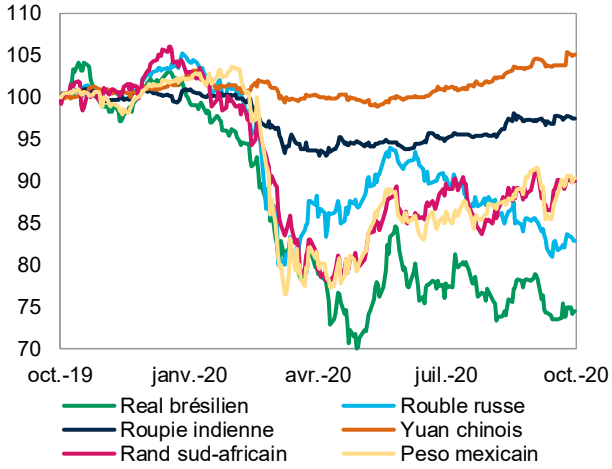
Indices EMBI+ (pdb, dette en USD de plus d'un an)



Source : JP Morgan

Devises émergentes

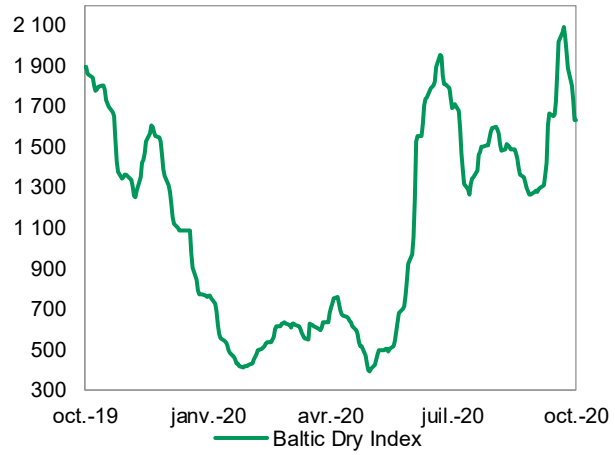
/USD (indice 100 = début de période)



Source : Thomson Reuters

Coût du transport maritime de vrac sec

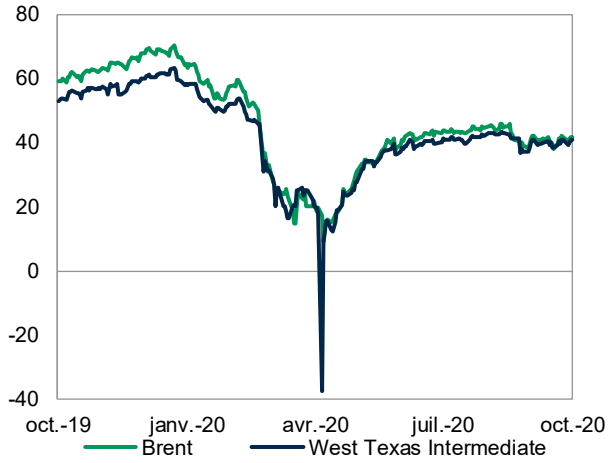
Baltic Dry Index (USD/point)



Source : Baltic Exchange

Cours du baril de pétrole brut en USD

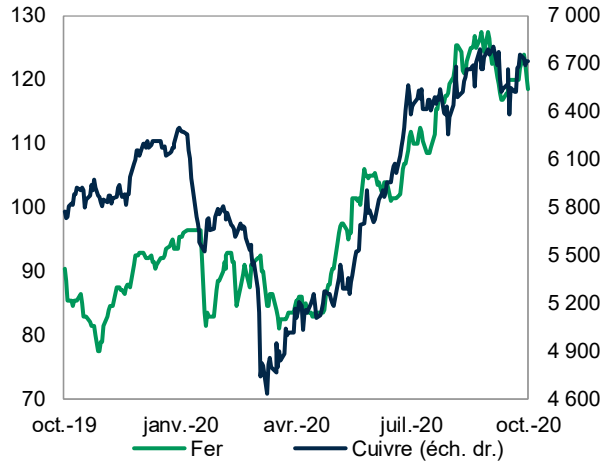
Brent (mer du Nord) et WTI (golfe du Mexique)



Source : Thomson Reuters

Cours des métaux

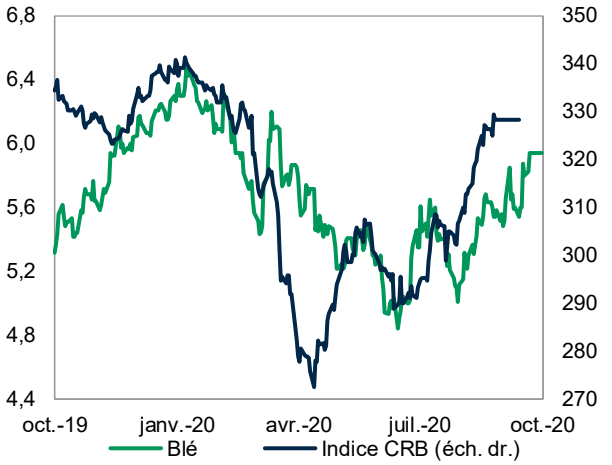
USD/tonne métrique



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
14/10/2020	Pays Émergents – FMI : comme un grand cri dans le désert ?	Géopolitique
09/10/2020	Monde – L'actualité de la semaine	Monde
09/10/2020	France – Scénario 2020-2021 : un rebond entouré d'incertitudes	France
08/10/2020	Podcast – Le marché de l'immobilier épargné par le coronavirus ?	France, immobilier
08/10/2020	Royaume-Uni – l'ONS confirme la baisse du PIB de près de 20% au T2	Royaume-Uni
07/10/2020	BCE – Le passé n'est pas que le passé, il est aussi le futur	BCE
05/10/2020	Zone euro – Scénario macro-économique 2020-2021 : la carte de la résilience pour écarter le scénario du pire	Zone euro
05/10/2020	France – Sociétés non financières : hausse de l'endettement et risques de défaillances	France
02/10/2020	Monde – L'actualité de la semaine	Monde

Études Économiques Groupe – Crédit Agricole S.A.

12, place des États-Unis – 92127 Montrouge Cedex

Directeur de la publication : Isabelle JOB-BAZILLE
Rédacteur en chef : Armelle SARDA

Zone euro : 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
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 – Fabienne PESTY

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

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

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

Application 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.