

Perspectives

Hebdomadaire – N°20/328 – 11 décembre 2020

MONDE – L'actualité de la semaine

☞ Pessimisme à l'approche d'un Noël qui ne sera pas comme les autres.....	2
☞ France : nouvelle hausse de la production industrielle en octobre, avant une rechute probable en novembre.....	3
☞ La BCE craint la lame de fond de la crise et inscrit son action dans la durée	3
☞ Zone euro : forte récupération de la consommation au T3, l'investissement en retard	4
☞ Zone euro : poursuite du redressement de la production industrielle et du commerce extérieur au mois d'octobre	6
☞ Allemagne : des mesures sanitaires additionnelles s'imposent, creusant le déficit public prévu en 2021	6
☞ Espagne : le budget 2021 est approuvé par les députés	7
☞ Italie : vaccin, la lumière au bout du tunnel	8
☞ Italie : the Mess of the MES.....	9
☞ Royaume-Uni : la croissance, très affaiblie, est restée positive en octobre.....	10
☞ Le chiffre de la semaine – Politique monétaire : des stratégies plus hétérogènes qu'il n'y paraît	11
☞ Asie : à l'est, l'espoir d'un Éden.....	13
☞ Moyen-Orient Afrique du Nord : la difficile lutte contre la seconde vague de Covid	14
☞ Tunisie : à la demande du ministère des Finances, la Banque centrale va monétiser une partie du déficit budgétaire .	15
☞ Roumanie : la génération Erasmus arrive au pouvoir.....	15
☞ Ukraine : la Commission européenne accorde une aide d'urgence	16
☞ Afrique sub-saharienne : vers un retour sur le marché des capitaux pour les souverains ?.....	16
☞ Quelques éclairages sur l'initiative Belt and Road.....	18
☞ Et revoilà les Kouriles : le différend russo-japonais.....	19
☞ News géo-économiques.....	20

 Pessimisme à l'approche d'un Noël qui ne sera pas comme le autres

Les raisons invitant au pessimisme sur les marchés n'ont pas manqué cette semaine : nouveau tour de vis durcissant les mesures de distanciation sociale par les gouvernements européens, afin d'éviter la propagation du virus durant les fêtes de fin d'année, révision à la baisse des prévisions de croissance par la BCE jeudi ; négociations sur le *Brexit* dans une impasse ; incertitudes quant au plan de soutien à l'activité aux États-Unis ; ralentissement sur le marché du travail américain. L'aversion au risque a donc largement dominé et fait baisser les indices actions européens : -1,4% pour l'indice Eurostoxx 50, -1,9% pour le CAC 40 et -0,8% pour le S&P 500. Le prix du pétrole tire étonnamment son épingle du jeu avec une hausse du cours du Brent (pétrole brut de mer du Nord) de 1,7% sur la semaine encore porté par l'espoir de reprise de la demande en 2021 grâce aux progrès espérés des vaccinations anti-Covid.

La saga du *Brexit* atteint son paroxysme à mesure que la nouvelle *deadline* pour trouver « une décision ferme » et tout juste fixée au dimanche 13 décembre approche à grands pas. Les négociations ont continué de faire du surplace, aucune des parties ne souhaitant signer « un accord à tout prix ». Les échos à la sortie de chaque rendez-vous entre Boris Johnson et la présidente de la Commission européenne Ursula von der Leyen sont désespérément inquiétants. Des deux côtés, les autorités martèlent qu'il y a « une forte possibilité » que les négociations échouent. Nous (et le consensus) anticipons toujours un accord de dernière minute. Les enjeux auxquels s'exposerait le Royaume-Uni en cas d'absence d'accord seraient bien trop importants, pour ne citer que ceux relatifs à l'accord tant souhaité avec les États-Unis ou le vent pro-indépendantiste qui souffle en Écosse. Mais l'ampleur des divergences entre le Royaume-Uni et l'Union européenne sur les trois points-clés de blocage (*level playing field*, gouvernance et pêche) restant considérable, le scénario de « *no deal* » n'a jamais été aussi envisageable. Les préparatifs en vue de cette éventualité se sont accélérés des deux côtés de la Manche, afin de limiter le risque d'un *Brexit* chaotique lorsque le Royaume-Uni quittera le marché unique le 1^{er} janvier prochain. La Commission européenne a fini par publier jeudi ses plans d'urgence pour éviter un *Brexit* totalement désordonné en permettant, notamment, aux avions

de continuer à voler et aux camions de circuler en cas d'absence d'accord. Elle a également proposé une solution temporaire pour les pêcheurs avec une reconduite de l'accès réciproque à leurs eaux territoriales jusqu'à fin 2021. Certaines de ses propositions doivent encore être validées par le Parlement européen, ainsi que par les gouvernements nationaux, et nécessitent une réponse en retour de la part des Britanniques, afin de pouvoir être mises en œuvre. La livre britannique a perdu 1,6% sur la semaine face au dollar, alors que les obligations d'État britanniques profitent encore de leur statut de valeur refuge avec un taux dix ans terminant la semaine à 0,17%, son plus bas depuis début août. La pression baissière sur les taux a été par ailleurs renforcée par les propos du gouverneur de la Banque centrale d'Angleterre préparant le terrain à la possibilité de taux négatifs.

En zone euro, le Conseil européen a annoncé avoir trouvé un accord sur les négociations relatives à l'adoption du cadre financier pluriannuel 2021-2027 et du Fonds de relance européen, grâce à des concessions de la part de la Hongrie et de la Pologne. Jeudi, la BCE a annoncé une nouvelle dose de stimulus monétaire consistant en une hausse substantielle de 500 milliards d'euros de son programme d'achats d'actifs PEPP (achats d'urgence liés à la pandémie), une extension des achats jusqu'à mars 2022 et un assouplissement des conditions attachées aux TLTRO. Point important, Christine Lagarde s'est engagée à redimensionner le PEPP si nécessaire pour assurer que les conditions financières restent très favorables.

La réaction de marchés en zone euro a toutefois été mitigée. Les indices obligataires souverains ont connu une forte volatilité qui semble, partiellement, imputable à des erreurs de communication et d'interprétation au cours de la conférence de presse. Les obligations d'État *core* terminent la semaine en baisse (-8 points de base pour le taux dix ans allemand à -0,63% et -7 points de base pour son homologue français à -0,38%) et les primes de risque des pays du sud sont même en légère hausse, tandis que l'euro termine la semaine au même niveau face au dollar que la semaine dernière, soit à 1,21.

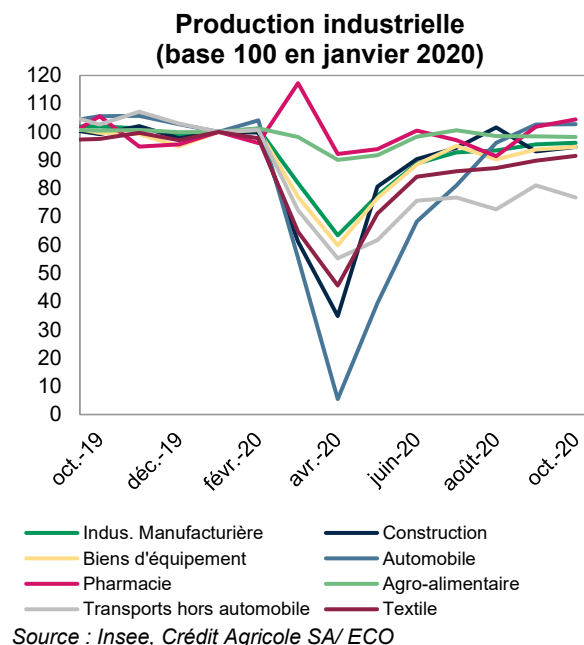
Zone euro

France : nouvelle hausse de la production industrielle en octobre, avant une rechute probable en novembre

La production industrielle a progressé de 1,6% en octobre par rapport au mois de septembre. La production manufacturière croît quant à elle à un rythme plus faible de +0,6% en octobre, après +2,3% en septembre. La hausse est particulièrement marquée dans la cokéfaction et raffinage (+13% sur un mois), tandis que la production de matériels de transport hors automobile recule de 5,2% en octobre. L'effet de rattrapage entre la fin du premier confinement et le mois d'octobre a cependant été conséquent, avec une production manufacturière 37% inférieure à la normale en avril et seulement 4% inférieure à la normale au mois d'octobre.

L'industrie des transports hors automobile est celle dont le rattrapage de l'activité est le plus poussif avec une production toujours 23,7% inférieure à celle du mois de février (dernier mois d'activité normale avant la crise). Cela s'explique notamment par la part de l'aéronautique dans notre production industrielle. Ce secteur souffre de la chute du transport aérien de personnes en lien avec la crise sanitaire. Face au manque de visibilité et au faible potentiel de rebond du transport aérien à court

terme, les grands contrats dans le secteur aéronautique sont suspendus ou reportés.



✓ Notre opinion – Après un premier confinement désastreux pour l'industrie et notamment l'industrie automobile qui était quasiment à l'arrêt au mois d'avril, le confinement de novembre devrait avoir un impact moins négatif sur la production manufacturière française. Les entreprises se sont adaptées aux nouvelles normes sanitaires dès le printemps et ont continué à les appliquer pendant la période de déconfinement.

En outre, l'industrie n'est pas concernée par les fermetures réglementaires pouvant toucher certains secteurs des services et la baisse de l'offre de travail sera bien inférieure à celle du printemps notamment car les écoles sont restées ouvertes, les salariés ne doivent donc pas arrêter de travailler pour garder leurs enfants. La construction devrait également mieux résister que pendant le premier confinement. Une baisse significative de la production dans l'industrie est toutefois à prévoir en novembre. Elle est due à une baisse de la demande liée à la fermeture des commerces.

L'Insee estime la perte d'activité dans l'industrie à 8% par rapport à une activité normale en novembre, contre -32% au mois d'avril. Ce moindre impact semble confirmé par les enquêtes sur le climat des affaires au mois de novembre, avec une chute bien moindre du climat des affaires dans l'industrie que dans les services et également nettement moins marquée que lors du premier confinement.

La BCE craint la lame de fond de la crise et inscrit son action dans la durée

La BCE s'était pré-engagée à calibrer ses deux mesures phares de réponse à la crise que sont le PEPP et les TLTRO. Entre temps, sa communication s'est concentrée sur les risques à moyen terme pesant sur les entreprises et les banques en cas de retrait précoce du soutien massif des autorités nationales. Charrier l'économie sur la berge opposée, et sûre, sans se laisser emporter par le courant de la crise, avec comme principale boussole des conditions financières favorables, tel est son message et l'esprit des mesures annoncées. Mais, la BCE fait plus que de rester fidèle à son

engagement : elle envoie un signal très clair de présence substantielle mais, surtout, durable.

Elle justifie doublement cette présence : impact plus prononcé de la deuxième vague sur le scénario à court terme et incertitude encore élevée accompagnée de risques baissiers. Les comportements de prudence des agents privés et la faiblesse des bilans des entreprises pèsent en effet sur les projections de la BCE qui révisé à la baisse la croissance du PIB en 2021 (de 5% à 3,9%) et anticipe une croissance de 4,2% en 2022 et de 2,1% en 2023. Dans ce

contexte de croissance faible, l'inflation n'est attendue qu'à 1,4% en 2023. À moyen terme, la reprise doit donc être soutenue par l'expansion budgétaire et le maintien de conditions financières favorables. Le ralentissement de la croissance du crédit aux entreprises en octobre est surveillé avec attention car, s'il est dû à de moindres besoins urgents de liquidité, il résulte aussi de la baisse de l'investissement et d'un durcissement des conditions d'octroi.

La deuxième vague pandémique ayant différé la date de la reprise, la BCE juge nécessaire de maintenir le niveau de soutien fourni au cours des derniers mois, en facilitant l'octroi de crédit à des conditions favorables au bénéfice des banques qui relèveront le défi. C'est l'objectif du recalibrage des conditions de la troisième série d'opérations de refinancement à plus long terme ciblées (TLTRO III). La BCE a ainsi allongé de douze mois, jusqu'en juin 2022, la période pendant laquelle des conditions très favorables s'appliqueront : 50 points de base (pb) en dessous du taux de refinancement pour tous les encours et 50 pb en dessous du taux de dépôt pour tout encours net égal au niveau des encours octroyés entre octobre 2020 et décembre 2021. La condition préalable pour bénéficier de cette forte incitation à prêter est claire : ne pas diminuer le soutien existant. La BCE veut éviter la spirale que générerait une réduction du crédit avec le progressif retrait des garanties étatiques et des moratoires sur les prêts. Trois opérations supplémentaires seront par ailleurs effectuées (juin, septembre, décembre 2021), mais au taux de refinancement pour les encours en réduction par rapport à leur niveau au cours de la période de référence. Le Conseil des gouverneurs a, de plus, décidé d'augmenter le montant total que les contreparties seront autorisées à emprunter lors des TLTRO III de 50% à 55% de

leur encours de prêts éligibles, mesure qui redonne de l'oxygène aux banques de la périphérie, plus proches de la limite initiale. Les mesures d'assouplissement du collatéral adoptées en avril 2020 sont également prolongées jusqu'en juin 2022.

Afin de garantir un « coupe-circuit » de liquidité sur le marché monétaire, la BCE a aussi annoncé quatre opérations supplémentaires de refinancement (PELTRO) de mars à décembre 2021 d'une durée d'un an.

Il convient également d'éviter les tensions sur le marché souverain au moment où les dégâts causés par le deuxième confinement obligent les États à déployer un effort budgétaire additionnel en 2021, où les émissions s'annoncent plus importantes que prévu et la réduction des bilans publics moins rapide. Telle est la motivation de l'enveloppe additionnelle de 500 Mds € consacrée au PEPP qui porte le programme à un total de 1 850 Mds € et de l'extension de l'horizon des achats nets jusqu'à fin mars 2022. Les réinvestissements des remboursements au titre du principal des titres arrivant à échéance sont aussi prolongés au moins jusqu'à la fin de 2023. C'est la dynamique de la pandémie et le calendrier du déploiement des vaccins qui définissent cet horizon, avec l'anticipation d'une immunité collective atteinte fin 2021 et une véritable reprise amorcée début 2022 et soutenue à ses débuts par la BCE. La BCE veut donc éviter toute repentification précoce de la courbe en maintenant un contrôle strict sur son inclinaison dans toutes les juridictions. Pour cela, elle se dit prête à faire le plein usage de sa flexibilité et à ne pas considérer comme un obstacle aucune limite d'achats qu'elle s'est imposée.

✓ Notre opinion – Ces annonces éloignent toute perspective de normalisation de la politique monétaire dans le moyen terme. D'ici là, les conclusions de la révision de la stratégie de la BCE interviendront pour nous éclairer sur ce que doit être une stratégie de normalisation dans le nouveau monde post-pandémie et dans l'environnement de taux naturels très bas.

Zone euro : forte récupération de la consommation au T3, l'investissement en retard

La dernière estimation du PIB de la zone euro confirme le chiffre de croissance au T3 2020 de 12,5% sur le trimestre, après la chute de 11,7% au T2. En dépit de ce fort rebond, le PIB est encore inférieur de 4,4% à son niveau du T4 2019. L'acquis de croissance laissé à l'année 2020 est fortement négatif, à -6,6%. Le rebond au T3 a été très vigoureux, mais inégal parmi les grandes économies de la zone (+18,7% en France, +8,5% en Allemagne, +15,9% en Italie et +16,7% en Espagne). L'écart par rapport au niveau pré-crise est moins différencié : -4% en Allemagne, -3,7% en France, -4,7% en Italie, seule exception, l'Espagne, avec un écart de -9,1%.

Après avoir amputé la croissance de 10,6 points au T2, la demande intérieure a contribué très positivement à la croissance au T3 (+11,3 points). La consommation privée (+14% T3/T2) et la consommation publique (+4,8%) se sont rapidement redressées après leur repli au T2 (-12,4% et -2,2% respectivement). La consommation des ménages est encore inférieure de 4,6% à son niveau de fin 2019. C'est en France qu'elle a le plus récupéré, où elle garde un écart de seulement -1,6% ; elle est plus en retard en Allemagne (à -3,8% du niveau pré-crise), et encore bien davantage en Italie (-7,2%) et en Espagne (-10,3%). Le rebond de l'investissement a été aussi important (+13,4%), mais insuffisant pour

compenser la chute du T2 (-16%). L'investissement reste donc encore inférieur de 10,2% à son niveau d'avant-crise dans la zone euro. Si en Italie le niveau du T4 2019 a été récupéré et dépassé (+0,8%), en Allemagne l'écart s'est fortement réduit (-3,6%), alors qu'en France (-5,1%) et en Espagne (-11,1%) il demeure très important. Le fort déstockage de l'été a amputé la croissance du PIB de 1,2 point au T3, après une contribution des variations de stocks déjà négative au T2 (-0,2 point), suite à la réduction des stocks amorcée dès le mois de mai. À la fin de l'été, le niveau des stocks n'est plus considéré comme un frein majeur à la reprise de la production.

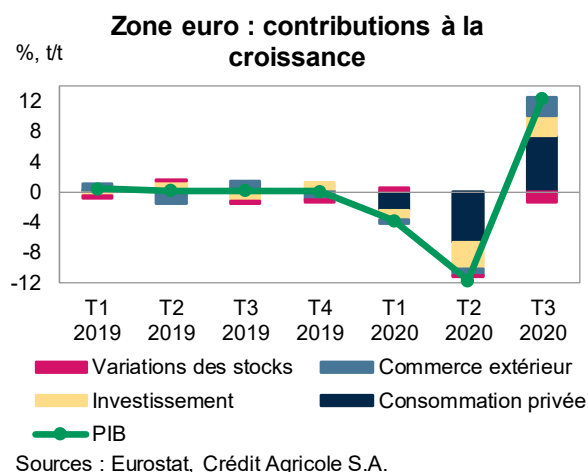
Le commerce extérieur en biens et services a apporté une contribution positive à la croissance au T3 (de 2,4 points), mettant ainsi fin à trois trimestres consécutifs où il a freiné la progression du PIB. Le rebond des exportations a été significatif (+17,1%, après -18,9% au T2). Cependant, le niveau des exportations est encore inférieur de 8,7% au niveau d'avant-crise. L'Italie (avec -8,4%) et l'Allemagne (-9,1%) ont su mieux combler les pertes sur la demande étrangère que la France (-14,6%) et l'Espagne (-17,2%), qui affichent encore un retard important par rapport au niveau du T4 2019.

La demande domestique adressée à l'étranger a été bien moins dynamique que la demande étrangère. Les importations ont crû de 12,3% (après -18,2% au T2) et leur niveau reste en retrait de 10,9% par rapport au niveau pré-crise. L'écart est important dans tous les pays, mais notamment en Espagne (-14,8%), où toutes les composantes de la demande domestique affichent une récupération très partielle.

Ces différences de performance entre pays sont, entre autres, le résultat d'évolutions sectorielles divergentes. Si la récupération de l'activité industrielle a été assez rapide en Italie et en Espagne, elle est à la traîne en France et plus encore en

Allemagne. En revanche, le niveau de l'activité dans le commerce reste très en deçà de son niveau d'avant-crise en Espagne et dans une moindre mesure en Italie. Quant à la construction, sa valeur ajoutée a dépassé son niveau d'avant-crise en Italie, y est encore inférieure en Allemagne et en France, mais surtout en Espagne.

Le rattrapage de la valeur ajoutée est encore incomplet dans tous les secteurs en zone euro et en retard par rapport à l'emploi. L'emploi a crû de 1% au T3 (après -3% au T2), mais le nombre de personnes dans l'emploi est inférieur de 3,6 millions à son niveau pré-crise. Si l'on rajoute à la baisse du nombre de personnes employées la diminution des heures travaillées, le résultat est plus cohérent avec le repli de l'activité. Le redressement rapide des heures travaillées au T3 (+14,8%, après -13,6% au T2) est aussi incomplet et laisse la durée effective à 4,6% en deçà du niveau pré-crise. Cet écart est du même ordre dans chacune des grandes économies de la zone.



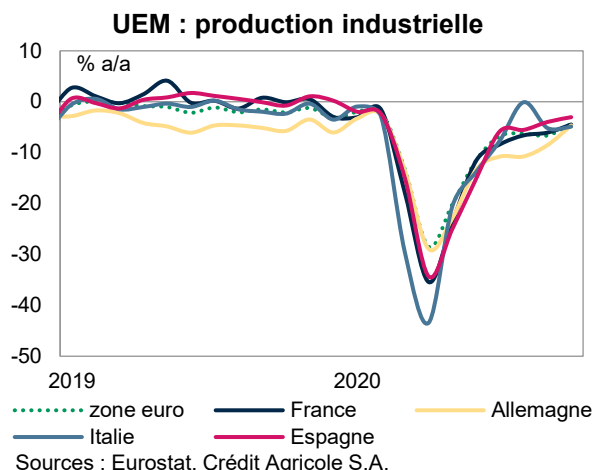
Notre opinion – Si les indicateurs de mobilité à haute fréquence indiquent un repli de l'activité de 2,5% au T4, peu d'indicateurs d'activité sont encore disponibles sur cette période. Les ventes au détail d'octobre ont rebondi, après la faiblesse de septembre et sont désormais supérieures de 3,1% au niveau de février. C'est le cas aussi des immatriculations de voitures neuves, supérieures de 2% au niveau pré-crise. Mais les indicateurs de demande sont bien plus dynamiques que ceux de l'offre depuis la fin du printemps.

La production industrielle était néanmoins encore en expansion en octobre dans les grandes économies de la zone. En revanche, les enquêtes signalent un affaiblissement en novembre dans l'industrie, où la confiance se dégrade pour la première fois depuis le mois de mai, et annoncent un ralentissement de l'activité. Dans le secteur des services, la confiance, en baisse depuis octobre, se détériore fortement en novembre et l'activité se contracte depuis septembre. Nous anticipons une baisse de l'activité de 2,9% sur le trimestre au T4 et une croissance annuelle de -7,3% en moyenne en 2020.

Zone euro : poursuite du redressement de la production industrielle et du commerce extérieur au mois d'octobre

La production industrielle en zone euro devrait augmenter au moins d'octobre au regard des données déjà publiées dans les principaux pays de la zone. En effet, la production industrielle allemande (hors construction) a augmenté de 3,3% grâce à la production en biens d'équipement et en biens intermédiaires. Les commandes allemandes sont elles aussi en hausse (+2,9% sur le mois) au mois d'octobre, soutenues par la demande en provenance des pays tiers. En France, la production progresse de 1,6% sur le mois, en Italie de 1,3%, et en Espagne de 0,6%. Cette amélioration de la production industrielle devrait ainsi guider la production de l'ensemble de la zone vers une augmentation proche de 2,1%, ce qui demeure une performance tout à fait satisfaisante. L'acquis de croissance laissé pour le T4, serait alors de +2% sur le trimestre, ce qui limitera en partie le choc d'activité dû aux nouvelles mesures sanitaires prises sur les mois de novembre et décembre et qui viendront altérer la consommation. Du côté du commerce extérieur, les exportations allemandes ont enregistré une nouvelle hausse de +0,9% sur le mois d'octobre tandis que les importations ont nettement moins progressé (+0,3%) permettant ainsi d'atteindre un excédent

commercial de 3,5 Mds €. Cette poursuite du redressement des exportations pour le sixième mois consécutif résulte principalement des exportations à destination des pays tiers, notamment vers la Chine et les États-Unis, qui dynamisent cette reprise, alors que les exportations vers la zone euro, continuent de peser sur les échanges allemands.



✓ Notre opinion – Les données de production industrielle et du commerce pour le mois d'octobre confirment le regain d'activité industrielle et le redressement des exportations de la zone euro. Toutefois, la production industrielle demeure encore en territoire négatif en glissement annuel, tout comme les exportations allemandes. Le rattrapage d'activité entamé au T3, risque d'être mis à mal au cours du T4, en raison de la recrudescence des contaminations à la Covid-19 et des mesures de confinement associées pour endiguer l'épidémie. Le surcroît d'activité pendant les fêtes de fin d'année devrait néanmoins contrebalancer en partie cet effet baissier de la crise sanitaire sur la consommation au mois de décembre.

Allemagne : des mesures sanitaires additionnelles s'imposent, creusant le déficit public prévu en 2021

L'épidémie continue de se propager à un rythme élevé en Allemagne en dépit du confinement partiel entamé au début du mois de novembre. Pour rappel, celui-ci implique la fermeture des bars, restaurants, des activités récréatives et touristiques, culturelles ou sportives, mais autorise l'ouverture des commerces sous respect des règles de distanciation sociale en vigueur. Sous l'effet d'un nombre persistant de contaminations quotidiennes (20 800 cas à mercredi dernier), d'un nombre grandissant de décès (590 personnes par jour) et de la hausse sensible des patients en réanimation (4 268 personnes actuellement, contre moins de 400 début octobre), la Chancelière a plaidé devant le Bundestag pour des mesures plus strictes à prendre en concertation avec les seize ministres des régions, lors d'une prochaine réunion la semaine prochaine.

Outre le prolongement jusqu'au 10 janvier des mesures actuelles de confinement, les régions s'apprêtent donc à resserrer la vis avant les fêtes de fin d'année. Dans les régions de Saxe, Thuringe et

Bavière, des mesures renforcées ont déjà été mises en place pour limiter les contacts, mais il devient urgent d'intensifier les efforts au niveau fédéral. Tout d'abord, le desserrement des règles portant sur les réunions privées (passage de cinq personnes à dix personnes pendant la période des fêtes), ne verra finalement pas le jour immédiatement. Ensuite, et c'est la mesure la plus difficile à accepter, il est possible que les commerces ferment de nouveau, du 24 décembre au 10 janvier, à l'exception des commerces dits essentiels. Enfin, la reprise des cours après les fêtes devrait vraisemblablement s'effectuer à distance pour quelque temps.

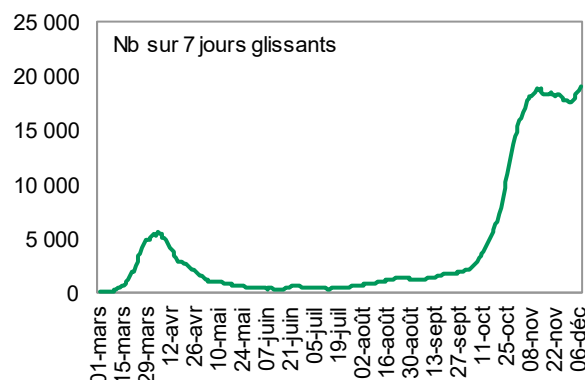
Ces annonces surgissent en plein débat parlementaire sur le budget de 2021, dont le déficit attendu pourrait atteindre 180 Mds € (après 218 Mds € en 2020), au lieu des 96 Mds € prévus dans le projet de loi initialement proposé en octobre dernier. Ce nouveau budget comprend des dépenses additionnelles de 40 Mds € pour l'aide financière d'urgence aux petites et moyennes

entreprises, ainsi que 20 Mds € supplémentaires destinés à soutenir davantage les commerces devant fermer pour raisons sanitaires (bars, restaurants, hôtels et services culturels). De plus, environs 10 Mds € sont destinés à l'achat de vaccins et au soutien du système hospitalier. Également, 6 Mds € seront utilisés pour renforcer les fonds propres de la Deutsche Bahn (l'entreprise ferroviaire publique allemande). Enfin, un milliard viendra soutenir le secteur automobile au travers des subventions à la casse et un autre milliard sera destiné à soutenir le marché du travail.

Les perspectives d'une crise sanitaire plus longue et la nécessité d'un soutien économique étendu ont renchéri le coût de la facture liée à la pandémie et alourdi le déficit et la dette. Au total, le déficit de 2021 devrait ainsi avoisiner 180 Mds € soit 6,6% du PIB et la dette dépassera 72%, ce qui reste toutefois

inférieur à son pic de 2010 où elle avait atteint 82% du PIB.

Allemagne : évolution du nombre de cas Covid-19



Sources : RKI, Crédit Agricole S.A.

✓ Notre opinion – La crise sanitaire s'intensifie outre-Rhin depuis le début d'octobre, obligeant l'Allemagne à prendre davantage de mesures contraignantes à l'approche des fêtes de fin d'année, pour éviter la perte de contrôle de l'épidémie et ses conséquences désastreuses sur l'activité économique. Si les citoyens sont prêts à accepter plus de sacrifices sur le contrôle de la mobilité, la question du renchérissement croissant des dépenses publiques pour amortir le choc de croissance commence à soulever des critiques du côté de l'opposition, conduisant à des doutes sur la pérennité du caractère expansionniste du budget allemand post crise sanitaire. Mais pour l'heure, le gouvernement Merkel, continue d'apporter un soutien sans faille aux entreprises et aux salariés touchés par la crise.

Espagne : le budget 2021 est approuvé par les députés

La Chambre des députés a accordé un large soutien (54% des 350 sièges) au projet de Loi de finances pour 2021¹, un projet qui met fin au budget provisoire dans lequel l'Espagne vivait depuis 2018. Voté par chapitre (il n'y en a pas un vote unique sur le projet général, mais plusieurs par sections) le budget du gouvernement a obtenu jusqu'à 188 voix favorables, soutenu par la majorité de gauche et les nationalistes. Le projet de loi doit encore être présenté au Sénat et, s'il y a une modification, aussi minime soit-elle, elle recevra le feu vert final du Congrès deux jours avant la fin de l'année.

Outre les 155 sièges des deux partis membres de l'exécutif, le budget avait reçu le soutien d'ERC (13 sièges), PNV (6), EH-Bildu (5), PDeCAT (4) et Más País (2), ainsi que des députés de *Compromís*,

Nueva Canarias, *Partido Regionalista de Cantabria* (PRC) et *Teruel Existe*. Contre le projet s'est dressé tout le centre-droit, les indépendantistes de *Junts per Catalunya* et de la CUP. Ainsi le BNG, seul parti qui a soutenu l'investiture de Pedro Sánchez il y a seulement onze mois, s'est maintenant dissocié de la majorité. Après l'échec de leurs négociations avec le gouvernement, *Ciudadanos* a rejoint le front du rejet. Dans la plupart des votes, le résultat a été de 188 voix pour et 154 contre, sans aucune abstention.

Les budgets précédents approuvés au Congrès, ceux de 2018, signés par le ministre populaire Cristóbal Montoro, se sont présentés avec une plus petite majorité : 176 contre 171. L'investiture de Sánchez était encore plus serrée : 167 contre 165.

✓ Notre opinion – La principale objection au projet de budget pour 2021 a été l'augmentation modérée des impôts et l'augmentation du déficit attendu. Pour le gouvernement au contraire, l'augmentation des dépenses est la meilleure recette pour faire face à une situation d'urgence, fondamentale pour l'approbation du budget, le soutien de la majorité du mouvement indépendantiste catalan, des treize députés d'ERC et des quatre députés du PDeCAT. Les négociations pour obtenir un soutien pour le budget ont provoqué des tensions au sein de l'exécutif ces dernières semaines. L'une des inconnues sera désormais de voir comment la coalition continuera à se comporter une fois qu'elle aura réussi à passer le test dont dépendait sa continuité.

¹ Cf. Monde – L'actualité de la semaine du [30 octobre 2020](#)

🇮🇹 Italie : vaccin, la lumière au bout du tunnel

Le gouvernement italien a dévoilé son plan de vaccination début décembre, un préalable à la campagne de vaccination qui devrait commencer une fois les différents vaccins approuvés par les autorités de santé européennes. Un document préliminaire présenté par le ministre de la Santé aux chambres établit les différentes phases de cette campagne vaccinale qui sera entièrement gérée par l'État. La vaccination ne sera pas obligatoire, mais l'accès au vaccin sera gratuit et visera par ordre de priorité les personnes exposées aux virus, ainsi que celles jugées les plus vulnérables. L'Italie bénéficiera en tout de 202 millions de doses, dont 28 millions disponibles au cours du premier trimestre. Elles seront allouées, lors de la première phase qui devrait couvrir le premier trimestre, au personnel de santé et aux travailleurs sociaux, aux résidents et personnel des établissements de soins pour personnes âgées, ainsi qu'aux personnes âgées de plus de quatre-vingts ans, soit 5% de la population vaccinable.

L'objectif du gouvernement est dans un premier temps de réduire la morbidité de l'épidémie particulièrement élevée en Italie du fait de sa pyramide des âges, ainsi que de protéger et d'augmenter la résilience du système de santé. Sur les 28 millions de doses de la première phase, 16 millions proviennent du laboratoire Astra Zeneca, 8 millions de Pfizer et 1 million de Moderna. Alors que le laboratoire AstraZeneca a annoncé qu'il serait prêt pour janvier sans détail sur les dates de validation de l'AEM, Biontech et Pfizer et Moderna attendent une réponse pour le premier le 29 décembre et second le 12 janvier.

La deuxième phase qui prendrait effet pendant le deuxième trimestre, implique 57 millions de doses et vise à couvrir 15% de la population. Elle concernerait les personnes de plus de soixante ans et celles souffrant de risques de comorbidité, ainsi que les groupes plus exposés aux maladies graves. La campagne de vaccination d'une partie du milieu enseignant devrait également débuter au cours de la phase 2, puis s'étalerait sur la phase 3. Cette dernière permettrait de couvrir jusqu'à 50% de la population. Enfin, l'accès du vaccin se généralisera à l'ensemble de la population au quatrième trimestre et devrait s'étendre jusqu'en 2022.

Le défi logistique de la vaccination est également abordé. Les vaccins Pfizer Biontech (30% des doses disponible en phase 1 nécessitant une conservation à très basse température (-70°) seront livrés à 300 points de vaccination qui devraient être en priorité des hôpitaux. Pour le vaccin Astrazeneca qui nécessite une conservation standard entre 2° et 8° (50% des doses de la première phase), le gouvernement devrait adopter un modèle de distribution en étoile, partant d'un site de stockage national qui servirait des sites territoriaux de second niveau. Le gouvernement a estimé que 20 000 personnes seraient nécessaires à la mise en œuvre de la campagne de vaccination et a annoncé qu'il envisageait de s'appuyer également sur la participation des forces armées lors de la première phase. Les cliniques de vaccination, les médecins de famille et les officines devraient eux être mobilisés au cours de la deuxième phase.

Vaccins (par laboratoire)	T1 2021	T2 2021	T3 2021	T4 2021	T1 2022	Total des doses
Astra Zeneca	16,2	24,2	-	-	-	40,4
Pfizer/Biontech	8,7	8,1	10,1	-	-	26,9
J&J *	-	14,8	32,3	6,7	-	53,8
Sanofi/GSK	-	-	20,2	20,2	-	40,4
Curevac	2,0	5,4	6,7	8,1	8,1	30,3
Moderna	1,3	4,7	4,7	-	-	10,8
TOTAL	28,3	57,2	74,0	35,0	8,1	202,6

Source : Ministère de la Santé

✓ **Notre opinion** – Le plan de vaccination présenté par le gouvernement italien ne fait pas exception en adoptant une stratégie progressive visant à prioriser la vaccination des tranches de population les plus vulnérables, avec en théorie une vaccination de 90% de la population à fin 2021. En pratique, ces objectifs sont très ambitieux avec toutes les incertitudes qui pèsent sur l'exécution de cette stratégie. Premièrement, celle de la disponibilité des doses qui pourraient être décalée par rapport au calendrier. En effet, le premier candidat vaccin qui pourrait se voir attribuer le fameux sésame de l'AEM est celui de Pfizer Biontech dont les Italiens ne possèdent que 8 millions de doses pour la phase 1 et qui ne devrait concerner que 4 millions de personnes. Il permettrait de vacciner le personnel médical (1,4 million de personnes), mais pas l'ensemble des 6 millions de personnes concernés par la phase 1.

Les doses disponibles de Moderna, qui pourrait également recevoir son accréditation début janvier, sont encore moins importantes. Une grande partie de la réussite de la phase 1 de la campagne réside donc sur la disponibilité du vaccin de Astra Zeneca, mais le dernier imbroglio concernant l'essai d'Astra Zeneca laisse craindre des retards dans sa mise en circulation sur le marché. Point positif, le candidat vaccin conçu en partenariat avec l'université d'Oxford a été récemment validé par la revue scientifique the Lancet.

La deuxième incertitude réside dans le degré d'adhésion des Italiens à la campagne de vaccination de masse qui permettrait à terme de parvenir à une immunité collective au niveau national. Les sondages montrent qu'en moyenne 60% des Italiens ont confiance dans le vaccin et seraient prêt à aller se faire vacciner d'après un sondage de Quorum/YouTrend du 5 décembre. Ce taux reste légèrement supérieur à celui que l'on observe en France, par exemple, mais cette confiance reste fragile puisqu'un sondage de novembre par Ipsos, indique que 42% des personnes interrogées voulaient en savoir plus sur l'efficacité du vaccin avant de prendre une décision. Le sondage de Quorum/YouTrend pour Sky TG24 indique également que 75% des Italiens estiment que le vaccin est une partie de la solution mais ne mettra pas fin à l'urgence sanitaire. Sur ce point on ne peut que leur donner raison. La lumière au bout du tunnel certes, mais un tunnel très long.

👉 Italie : the Mess of the MES

Une histoire qui se finit bien. La résolution majoritaire qui engage le gouvernement à finaliser l'accord politique conclu au sein de l'Eurogroupe et sur l'ordre du jour du sommet de l'euro sur la réforme du Traité du Mécanisme européen de stabilité (MES) a été votée avec 297 voix pour, 256 contre et 7 abstentions le 9 décembre. Un feuilleton qui a mis en exergue les tensions au sein de la majorité qui s'écharpe depuis quelques semaines sur plusieurs sujets brûlants. En particulier, le plan de relance sur lequel devrait reposer une grande partie de la stratégie nationale de sortie de crise. Le gouvernement qui doit rapporter sa stratégie à la Commission européenne avait sur proposition du Premier ministre annoncé une organisation qui prendrait la forme d'une *task-force* avec six com-

missaires en charge des missions du plan stratégique. Ces six commissaires que le gouvernement voulait issu des grandes entreprises publiques seraient chapoter par le « triumvirat » composé du président du Conseil, du ministre de l'Économie, M. Gualtieri, ainsi que du ministre du Développement, M. Patuanelli. Italie Viva, avec en tête Matteo Renzi, s'oppose fermement à cette organisation, qu'il considère comme un détournement du plan de relance par le Premier ministre, échappant à tout contrôle démocratique. Une scission au sein de la majorité qui met en danger la mandature actuelle. La prochaine grande échéance reste le vote de la loi de finance sur laquelle la fragilisation de la majorité commence à poser un risque et interroge sur la survie du gouvernement.

✓ **Notre opinion** – Un feuilleton qui aurait pu mal se finir pour le président du Conseil qui jouait la survie de son gouvernement et qui échappe de nouveau à un hypothétique remaniement. Coincé entre un Mouvement Cinq Étoiles, qui semble de plus en plus ingouvernable, miné par les dissensions internes et les critiques de plus en plus virulentes de Matteo Renzi, dont le groupe reste nécessaire à la majorité, le jeu d'équilibriste du président du Conseil est de plus en plus complexe.

Mais au-delà des hauts et bas de la vie auxquelles la vie politique italienne nous a habitué, cette semaine a rendu encore plus réelle une possible chute du gouvernement, voire l'hypothèse d'élections anticipées avec ce que l'on sait comme conséquence sur la majorité actuelle au regard des sondages. De l'autre côté, l'opposition n'est pas en reste, avec derrière ce qui paraît être un accord cordial entre les différentes droites, une féroce bataille électorale notamment entre la Ligue et Fdi. Face à cela, Giuseppe Conte fait peser de tout son poids l'argument européen, la continuité et la stabilité, condition sine qua non pour débloquer les 209 milliards du NGEU. Un argument qui fonctionne encore, mais qui perd de son poids à mesure que le pouvoir du président du Conseil se semble se renforcer.

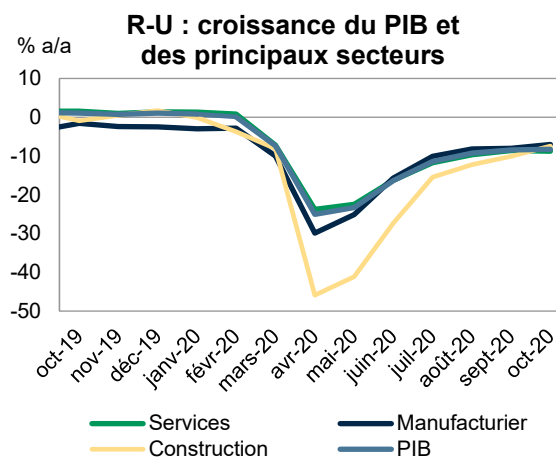
Royaume-Uni

Royaume-Uni : la croissance, très affaiblie, est restée positive en octobre

Le Royaume-Uni est l'un des rares pays au monde à publier une estimation mensuelle du PIB. Elle permet de se faire une idée plus précise de l'orientation de la croissance sur le trimestre en cours et, en octobre, les nouvelles sont plutôt rassurantes, malgré la réintroduction de restrictions à la mobilité et l'activité sociale. En octobre, tout en ralentissant pour le quatrième mois consécutif, le PIB a continué de progresser, affichant une variation de 0,4% sur le mois.

Le détail par secteur montre une progression solide dans le secteur manufacturier (+1,7% sur le mois, après +0,1% en septembre), onze secteurs sur treize enregistrant une performance positive, particulièrement forte dans le secteur de l'équipement de transport (+5,4%). Sans surprise, les nouvelles restrictions sociales ont infligé un sérieux coup à la reprise dans le secteur des services, où la croissance s'est quasiment arrêtée (+0,2% sur le mois, après +1% en septembre). C'est évidemment le secteur de la restauration et de l'hôtellerie, en baisse de 14,4%, qui contribue le plus à cet affaiblissement, alors que la grande majorité des autres sous-secteurs des services (onze secteurs sur quatorze) a continué de progresser. Le secteur de la construction a aussi continué de croître

(+1%) pour le sixième mois consécutif, mais sa performance a également ralenti et le secteur reste 6,4% sous son niveau de février. Au total, le PIB enregistre une hausse cumulée de 23,4% depuis le mois d'avril, lorsque l'activité s'était repliée de 19,5%. Bien qu'ayant récupéré 70% de sa perte en volume entre février et avril, son niveau se situe toujours bien en-deçà (de 7,9%) de son pic de février.



Sources : ONS, Crédit Agricole S.A.

✓ Notre opinion – L'impact de la réintroduction de restrictions sociales en octobre semble s'être limité aux secteurs des services directement concernés par les mesures (restauration, hôtellerie, tourisme, récréation, loisirs), la plupart des autres secteurs ayant continué de croître. Cela suggère une consommation privée qui pourrait être plus forte que la rechute de la confiance ne le fait craindre. Les ventes au détail sont par ailleurs restées soutenues en octobre (+1,2% sur le mois), tirées par les ventes en ligne (6,4%) et les ventes de biens d'équipement ménager (3,3%).

Soutenu par une demande de biens en hausse, le secteur manufacturier a fortement accéléré. Ceci est conforme aux signaux envoyés par les enquêtes PMI : d'une part, l'industrie semble bénéficier d'une reprise mondiale du cycle industriel, d'autre part, le Brexit conduit les entreprises (et probablement les ménages) à constituer des stocks avant la fin de la transition. À partir du 1^{er} janvier, le Brexit devrait être un frein majeur pour les exportateurs britanniques ; les facteurs globaux pourraient toutefois continuer de soutenir le secteur manufacturier.

En novembre, l'activité devrait se contracter en raison de la mise en place du confinement en Angleterre. Nous anticipons une baisse de l'ordre de 5-6% sur le mois, suivie d'un rebond partiel en décembre, le confinement ayant été remplacé à partir du 2 décembre par un système de restrictions par régions (plus strict qu'au mois d'octobre). Néanmoins, le PIB d'octobre laisse un acquis positif pour le trimestre (de 1,8%) ce qui suggère un risque haussier sur les prévisions de croissance (-2% au quatrième trimestre).

Pays émergents

Le chiffre de la semaine



Politique monétaire : des stratégies plus hétérogènes qu'il n'y paraît

Alors que **l'arme monétaire a été massivement utilisée** par les pays émergents pour soutenir l'activité, notamment au deuxième trimestre 2020, les stratégies mises en place par les différentes Banques centrales sont plus hétérogènes qu'elles n'y paraissent et se doivent d'être analysées en tenant compte des trajectoires d'inflation. Derrière elles, un choix : celui de garder des taux d'intérêt réels positifs ou non, qui témoigne de leur degré d'orthodoxie, mais aussi d'indépendance.

En Asie, l'Inde et la Chine affichent des trajectoires d'inflation et de choix de politiques monétaires aux antipodes. D'un côté, **l'inflation chinoise ralentit fortement**, en raison de la faiblesse de la demande intérieure et de la fin de certaines tensions sur les produits alimentaires (crise du porc en particulier). De l'autre, **l'Inde** subit justement des difficultés d'approvisionnement et **fait face à une inflation persistante**, malgré la baisse des prix de l'énergie.

Pourtant, **les choix de politique monétaire sont à l'opposé des courbes d'inflation**. Sans marge de manœuvre budgétaire pour faire face à la chute de l'activité provoquée par la crise, **l'Inde a largement utilisé l'arme monétaire**, et baissé ses taux directeurs de 115 points de base (pb) entre mars et mai. Avec **des taux d'intérêt réels devenus négatifs** bien avant la crise de la Covid (en novembre 2019), la RBI s'est engagée dans une voie d'autant plus dangereuse que **le secteur bancaire est déjà fragile** et grevé par un taux de créances douteuses élevé. Ce choix coïncide avec l'arrivée d'un nouveau gouverneur à la tête de la RBI depuis décembre 2018, et d'une perte d'indépendance progressive de l'institution, de plus en plus incitée par l'exécutif à soutenir l'activité plutôt qu'à poursuivre son premier mandat de lutte contre l'inflation.

Côté Chine en revanche, la PBoC a fait le choix **de ne pas utiliser l'arme monétaire conventionnelle**, mais de jouer sur d'autres leviers pour soutenir l'activité (baisse des ratios de réserves obligatoires notamment). Cette dernière a ainsi répété plusieurs fois qu'elle **souhaitait à tout prix éviter le piège de taux trop bas** et l'apparition de trappes à liquidité. En réalité, **les taux directeurs chinois sont peu sensibles à la conjoncture**, les autorités préférant utiliser d'autres canaux (notamment budgétaires) pour soutenir l'investissement, et n'ayant pas de contrainte de taux de change. Il n'empêche que la politique monétaire chinoise, qui disposait pourtant de marges de manœuvre encore élargies par le net ralentissement de l'inflation, **apparaît donc à contre-courant du reste du monde**.

En Europe de l'Est et en Asie centrale, Turquie et Pologne sont intéressantes à mettre en regard, car elles **montrent l'influence du politique sur l'économie**, avec cette préférence affichée des partis populistes pour **les taux bas et la relance de la croissance**. **En Pologne**, la politique monétaire est assez inerte, sur la période pré-Covid, face aux fluctuations de l'inflation, ce qui produit **des taux réels négatifs** depuis fin 2018. Résultat : grâce à la hausse de l'inflation, la situation monétaire devient paradoxalement **favorable à l'investissement privé**, pour un pays où la croissance potentielle souffre justement de la faiblesse de l'investissement et d'une insuffisance capacité à l'innovation. Le Covid déclenche ensuite une baisse de taux, logique, mais sans changer cet univers de taux réels négatifs.

En Turquie, les pressions politiques sur la Banque centrale sont très visibles, et conduisent aussi à un **univers de taux réels négatifs** avant la Covid. Le revirement récent de politique monétaire turque est net cependant, avec une **hausse des taux massive** destinée surtout à freiner la chute du taux de change, et apaiser l'inquiétude des investisseurs face aux alertes des agences de notation, quant à un risque imminent de crise de liquidité. Cette hausse des taux a des conséquences importantes aussi en interne, car elle fait sortir le pays du territoire de taux réels négatifs et elle marque un effort pour **rentrer dans une forme d'orthodoxie monétaire** (qui fait écho à une plus grande transparence dans la gestion des réserves de change du pays, avec un non-renouvellement des accords de *swap*). Enfin, **la hausse récente de l'inflation**, plus forte que ne l'attendait le consensus, incite aussi à ce virage de politique monétaire. En effet, la Turquie est un pays qui a connu des phases de très forte inflation, avant la crise de 2001 et l'ancrage des anticipations a mis de longues années à être à nouveau rétabli. C'était d'ailleurs un des principaux acquis de crédibilité de la Banque centrale. Or, le taux d'inflation élevé s'explique aujourd'hui à la fois par une inflation liée à la dépréciation du taux de change, par l'impact des prix alimentaires sur l'indice, et par ce relatif désancrage des anticipations.

En regard de ces stratégies monétaires, **la Russie affiche une belle orthodoxie** et la Banque centrale bénéficie d'ailleurs **d'une grande crédibilité sur les marchés**, qui fait écho à l'absence de pressions apparentes de la part du pouvoir politique : ce dernier a visiblement compris qu'un ancrage monétaire

solide des anticipations (internes et externes) était lié à cette conviction d'une réelle autonomie des autorités monétaires... Paradoxe donc : **la Russie est un bon élève de l'orthodoxie monétaire libérale !** L'inflation reste donc dans les objectifs de la Banque centrale, qui a d'ailleurs **utilisé la marge de manœuvre** qu'elle avait dans la période Covid, **sans pour autant lâcher une forme de bonne gestion du rapport inflation/taux**. Mais il faut dire que les objectifs de politique monétaire sont également liés à la question du rouble, monnaie plus volatile que celle de beaucoup d'autres émergents, et qui est régulièrement impactée par le prix du pétrole. Là encore, la Banque centrale est donc contrainte d'avoir à la fois une bonne marge de manœuvre en cas de choc et une réelle crédibilité.

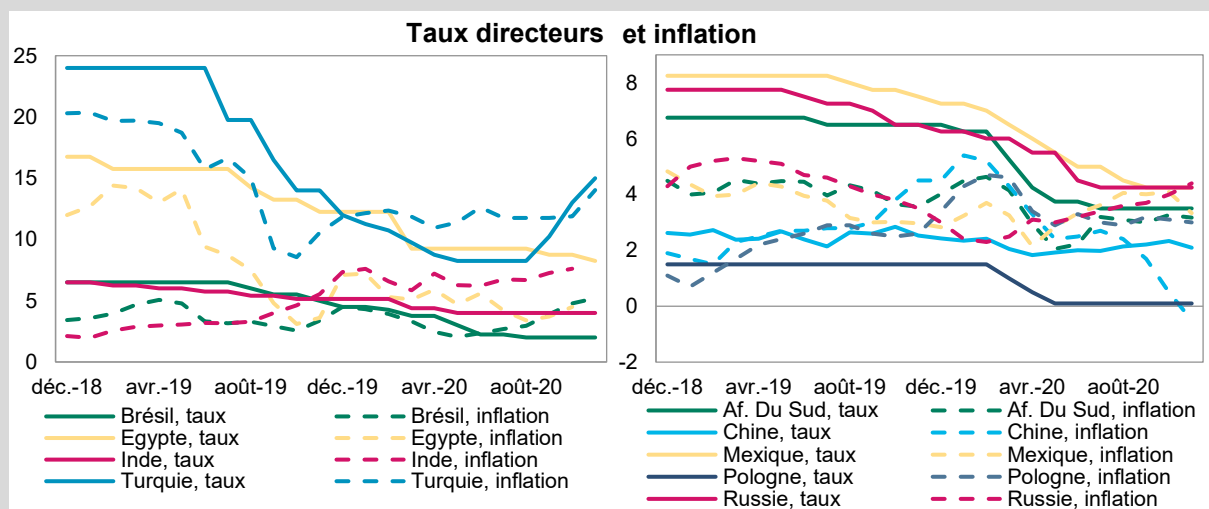
Les pays du **Moyen-Orient et d'Afrique du Nord** ont généralement **des politiques monétaires orthodoxes** et rares sont ceux avec des taux d'intérêts réels négatifs. Pratiquement toutes les Banques centrales de la région ont procédé, depuis le début de la pandémie, **à des baisses de taux** parfois significatives pour atténuer les effets récessifs des confinements et soutenir les entreprises par un accès plus aisé au crédit et à des coûts de financements moindre.

L'Égypte n'y fait pas exception, alors que sa politique avait été très accommodante de 2013 à 2018, surtout lors de la période de forte inflation importée. Mieux combattue, **l'inflation a fortement baissé depuis 2019**, en partie accélérée par une forte contraction de la demande et de la consommation des ménages depuis la crise du coronavirus. **Le taux directeur de la BC a été abaissé spectaculairement** de 400 points de base à 8,25% depuis janvier 2020, en raison de la désinflation en cours, mais ce dans le maintien de taux d'intérêt réels positifs destinés à éviter une dépréciation de la devise. **La baisse des taux devrait se poursuivre** modérément en fonction des prévisions d'inflation et de la reprise plus ou moins vigoureuse de l'activité.

Enfin, **l'Amérique latine**, coutumière des épisodes inflationnistes, se montre également plutôt prudente. **Le Brésil bénéficie toujours de conditions favorables** à l'accommodation monétaire (le ralentissement économique, en particulier dans les activités du secteur des services, peut maintenir l'inflation en deçà des attentes) ; mais maintient **une approche qui semble plus prudente** pour faire face à un risque de hausse de l'inflation (qui pourrait notamment être provoqué par l'extension potentielle du programme de relance budgétaire).

Au Mexique, les chiffres de novembre font état d'une inflation en repli, en raison de facteurs ponctuels (baisse des prix des fruits et légumes qui compense la hausse des prix de l'énergie, forte baisse des prix des biens échangeables avec les soldes de fin d'année). En raison de la **déception probable sur le rythme de la reprise**, les pressions inflationnistes devraient rester modérées dans un contexte de marges de manœuvre réduites, puisque la Banque centrale mexicaine, plutôt orthodoxe, devrait observer la trajectoire d'inflation sous-jacente une fois l'effet soldes disparu.

« Toutes choses égales par ailleurs », c'est-à-dire hors dérapage encore plus incontrôlé des finances publiques et hors choc de marché sur le change, **la Banque centrale mexicaine dispose encore d'un peu de marge** pour baisser ses taux sans passer dans un univers de taux réels négatifs, **mais le potentiel d'assouplissement est beaucoup plus compromis au Brésil**. Alors que les taux réels sont déjà devenus négatifs, il s'agit de surcroît d'une « **illusion d'optique** », car il faut également prendre en compte un taux plus long que le taux monétaire, dans un pays où la courbe des taux a tendance à être très pentue.



Source : Banques Centrales

Asie

Asie : à l'est, l'espoir d'un Éden

Alors que la fin de cette étrange année approche, sans que les perspectives pour 2021 soient tout à fait claires, tant elles restent suspendues à la situation sanitaire et au déploiement d'un vaccin, un continent attire tous les regards et suscite l'optimisme : l'Asie.

L'Asie ressort gagnante de la crise, car elle a maîtrisé la Covid-19 et le risque sanitaire, qu'elle est tirée par une Chine relativement plus dynamique et que les anticipations des investisseurs sur la zone sont positives. Elle représente toujours une promesse de croissance et affiche une trajectoire beaucoup mieux orientée que celle des autres zones émergentes (Amérique latine, Afrique sub-saharienne).

Derrière ce mot « Asie » se cachent cependant des situations hétérogènes et une décomposition en blocs, qui existait déjà et qui s'est renforcée avec la crise.

Avant la crise, en 2019, trois groupes pouvaient ainsi être distingués : l'Asie émergente, en plein rattrapage, qui enregistrait des taux de croissance compris entre 4 et 7% et regroupait en plus de la Chine, les pays de l'Asean – à l'exception de la Thaïlande. L'Inde et la Thaïlande, ensuite, qui affichaient des progressions plus faibles (2 à 4%), mais surtout en décélération nette par rapport aux années précédentes, et enfin l'Asie avancée (Japon et dragons asiatiques), avec une croissance potentielle plus faible, mais un niveau de développement largement supérieur à celui des autres pays.

Le décrochage de Hong-Kong pouvait alors être attribué aux tensions internes (manifestations durant l'année 2019), qui avaient limité l'activité touristique, mais ne remettaient pas en cause son appartenance à ce troisième groupe.

Un an plus tard, le panorama a radicalement changé. Seuls la Chine, Taïwan et le Vietnam devraient être en mesure d'avoir une croissance positive en 2020, notamment grâce à une bonne gestion sanitaire leur ayant permis de limiter les mesures de confinement. Les pays de l'Asean les plus ouverts (Malaisie, Philippines, Thaïlande) ont été extrêmement pénalisés par la fermeture des frontières (tourisme) et la contraction du commerce international. L'Indonésie devrait ressortir relativement plus épargnée, grâce à la fermeture de son économie.

Les quatre dragons ont connu des sorts très différents, avec d'un côté la Corée du Sud et Taïwan qui, en plus d'avoir bien maîtrisé l'épidémie, ont pu compter sur un modèle de croissance plus équilibré entre domestique et extérieur ; et Hong-Kong et Singapour, qui ont été pénalisés par la taille trop réduite de leur économie interne, leur dépendance à

l'extérieur (flux de marchandises et touristiques) et les mesures de distanciation sociale ayant réduit la consommation.

Enfin, l'Inde a sombré : confinement long et strict, n'ayant pas permis de juguler l'épidémie, effondrement de l'économie au deuxième trimestre, puis reprise inégale de l'activité, notamment sur le marché de l'emploi.

À court terme, une logique gagnant/perdant existe bien entre toutes ces économies. Mais même, si le décollage de certains pays en transition risque d'être retardé par la Covid-19, il ne sera pas nécessairement remis en question. Les prochains mois seront ainsi essentiels pour évaluer les dommages irréversibles laissés par la crise.

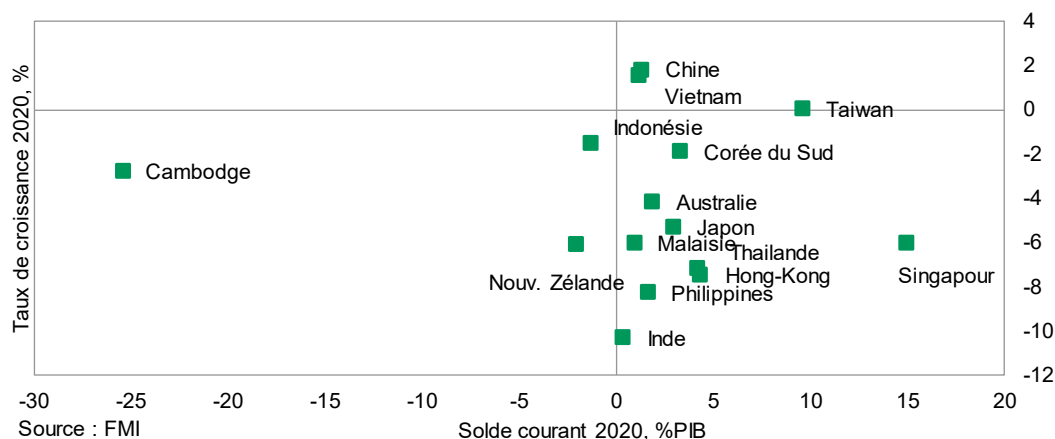
Pour l'Asie, les paramètres-clés de la reprise seront la réouverture des frontières pour les économies les plus dépendantes des flux touristiques (Hong-Kong, Thaïlande) et la normalisation de l'activité interne (suppression totale des mesures de distanciation sociale) afin de soutenir la consommation. Comme dans la plupart des pays émergents, cette dernière est un facteur-clé, en tant que moteur de la croissance bien sûr, mais surtout car elle est synonyme de recettes fiscales pour les États, dans des économies où l'impôt sur les revenus reste marginal en raison de l'informalité du marché du travail.

La plupart des pays asiatiques ont mis en place des plans de relance conséquents pour soutenir l'activité au deuxième trimestre et donc laissé leurs finances publiques se dégrader. Ceux qui avaient des règles d'or budgétaires (Indonésie) les ont ainsi suspendues pour deux ou trois ans. Or, il ne faut pas oublier qu'après les crises asiatiques de la fin des années 1990, ces économies avaient regagné la confiance des investisseurs en assainissant leurs finances publiques et en réduisant leurs déséquilibres externes et leurs besoins de financement en devises. Une dégradation trop prolongée des déficits courants et publics pourrait ainsi engendrer un renversement des anticipations, surtout pour les pays dont la trajectoire de reprise est plus lente qu'escompté (Philippines, Thaïlande) et qui ont pu garder une image de « *usual suspects* » auprès des marchés.

Enfin, il ne faut pas oublier que l'Asie et le Pacifique sont traversés par des tensions géopolitiques complexes et différentes, qui vont du conflit frontalier structurel (Chine/Inde/Pakistan, mer de Chine), à l'affrontement de modèles (Corée du Nord/Corée du Sud, Chine/Taïwan) passant par des logiques d'influence et d'alliances (nouvelles routes de la soie, alliance militaire QUAD, guerres d'influence dans le Pacifique). Ces tensions influencent les choix stratégiques des pays et leurs modèles de croissance à plus long terme (ouverture/protectionnisme, investissements dans les domaines

militaires et technologiques, contrôle des ressources naturelles) et peuvent être à l'origine de renversements rapides, dont les conséquences sont mal anticipées et « *pricées* » par les investisseurs.

Asie : croissance et solde courant



Moyen-Orient et Afrique du Nord

Moyen-Orient Afrique du Nord : la difficile lutte contre la seconde vague de Covid

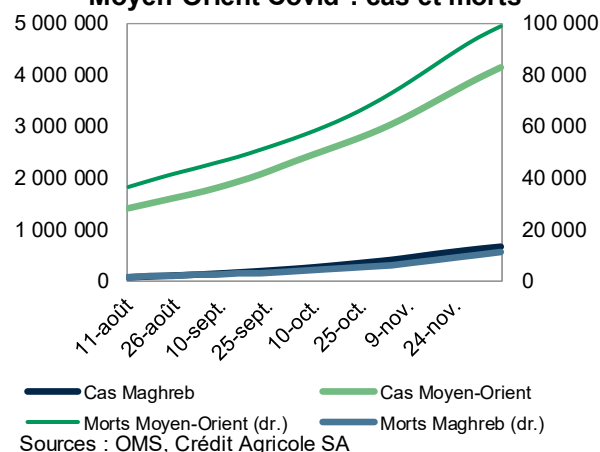
Au Moyen-Orient, la première vague de la pandémie du coronavirus du printemps avait été relativement bien maîtrisée (sauf en Iran) grâce à un confinement partiel ou total. Mais depuis l'été dernier et malgré des reconfinements partiels et ciblés, une hausse exponentielle de nouveaux cas de Covid est constatée au Moyen-Orient. La situation est très contrastée selon les pays, mais plus de 200 000 cas et de 4 000 morts par semaine sont constatés début décembre. Malgré un taux de mortalité moyen assez contenu de 2,4% depuis le début de la pandémie, on sent que le système de santé a un peu de mal à faire face à la pandémie dans les pays les plus pauvres. Dans ceux-ci, les autorités ont renoncé à un reconfinement total de la population depuis l'automne pour éviter des effets récessifs sur l'économie, mais ont généralement maintenu les couvre-feux la nuit. Dans ces pays, elles comptent sur une vaccination massive de la population pour éradiquer le virus.

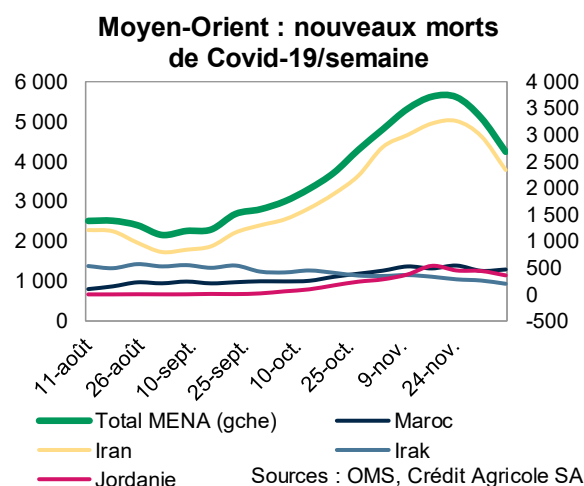
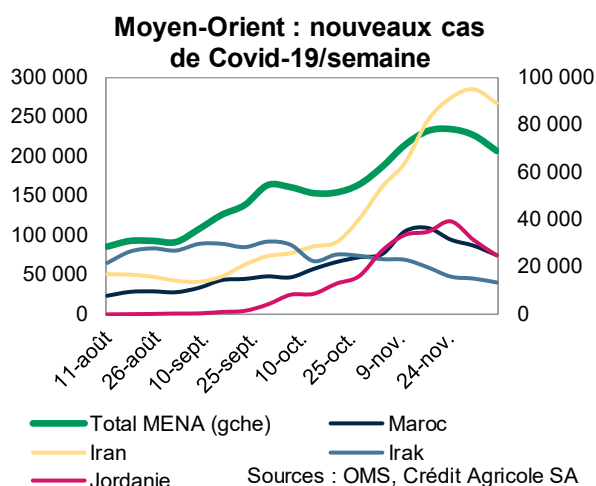
Alors que certains pays en sont toujours à lutter contre une première vague (Tunisie, Jordanie), d'autres sont aux prises avec une deuxième vague très virulente (Iran, Maroc). Le poids de l'Iran dans

la région explique également le nombre élevé de morts sur l'ensemble de la zone.

Au total, le Moyen-Orient n'est pas dans une situation très différente du reste du monde et objectivement moins touché que l'Europe. Mais avec plus de quatre millions de personnes contaminées et plus de 100 000 morts à ce stade, la pandémie est loin d'être terminée dans la région.

Moyen-Orient Covid : cas et morts





✓ **Notre opinion** – L'impact de cette crise sur la croissance s'atténue progressivement. Les récessions sont moins fortes aux troisième et quatrième trimestres, mais le rebond ne se réalisera sans doute pas avant le deuxième trimestre de 2021.

👉 Tunisie : à la demande du ministère des Finances, la Banque centrale va monétiser une partie du déficit budgétaire

Ali Kooli, ministre des Finances, a demandé le mois dernier à la Banque centrale de financer le déficit budgétaire, après que cette dernière a refusé d'acheter des bons du Trésor lors de la dernière émission souveraine. Le déficit budgétaire devrait atteindre 14% du PIB en 2020. Les banques ainsi que la Banque centrale sont réticentes à financer le souverain dont l'endettement pourrait atteindre 87% du PIB à horizon 2021. La Banque centrale et la

commission des Finances du Parlement ont bien demandé à l'État de réduire ses dépenses, alors que les mesures de soutien à l'économie vont peser sur les déficits. Mais la Banque centrale s'est résolue finalement à utiliser l'arme de la création monétaire pour financer en partie du déficit. L'agence de *rating* Fitch a mis une perspective négative sur le *rating* B du pays fin novembre.

✓ **Notre opinion** – Cette décision illustre les difficultés de trésorerie et de liquidité du pays qui devraient aller en s'accroissant. Les banques tunisiennes sont dans une situation peu favorable pour financer l'État. De son côté, le Maroc se refuse à utiliser ces procédés pour financer son déficit. Pour l'instant, le FMI ne s'est pas prononcé sur ce mouvement mais, comme dans le cas de l'Algérie, devrait manifester son désaccord sur cette décision.

Europe centrale et orientale, Asie centrale

👉 Roumanie : la génération Erasmus arrive au pouvoir

L'analyse du résultat des élections législatives roumaines n'est pas simple et varie beaucoup où on se place sur l'échiquier ! D'abord, il y a bien sûr le très faible taux de participation, à 32%, qui s'explique évidemment par la Covid, mais pas seulement : il y a aussi et toujours de la fatigue politique dans la désertion des urnes.

Ensuite le score. On peut bien sûr insister sur le succès du PSD, parti *post*-communiste (30%), qui redevient le premier parti qu'il était en 2016 (46%), mais qui a connu entre-temps une chute rapide de popularité, liée aux affaires de corruption. Peut-on y voir le renouvellement de cette aile de l'échiquier politique roumain ? Pas nécessairement, car cette victoire est aussi celle d'un vote « contre », le PSD ayant été pris à tort pour cible par les caciques du

PNL libéral au pouvoir, le président du pays s'étant d'ailleurs lui-même engagé dans la bataille, ce qui n'est pas vraiment prévu par la Constitution... Le PSD a donc rallié à lui une partie de la population roumaine, notamment la plus âgée. Mais, quoi qu'il en soit, cette victoire contraint le Premier ministre L. Orban (PNL) à démissionner pour reformer une nouvelle coalition.

Le jeune parti UDMR, créé en 2016, pourrait être un partenaire important de celle-ci et beaucoup d'analystes soulignent l'aspect générationnel important des 15% qu'ils ont obtenus. Le parti est en effet une coalition des courants LGBT et de jeunes surdiplômés, purs produits Erasmus, ayant majoritairement été formés à l'étranger et dont l'ambition est de porter une autre idée non seulement de leur pays,

mais aussi de l'Europe, puisque d'ailleurs leur *leader* est en tête de liste du parti *Renew Europe* au Parlement européen (groupe centriste très engagé sur les questions d'écologie et de respect de la démocratie). Leur association avec le parti au pouvoir serait bien sûr une forme de risque politique, si c'est un échec. Mais cela marque tout de même l'arrivée d'une nouvelle génération en politique et la formation d'un nouveau centre démocratique, issu des pays de l'Est, mais qui ferait pendant à la Hongrie et à la Pologne... À suivre donc, mais les enjeux seront également importants, car la Roumanie reste l'un des pays les plus pauvres de l'Europe et la fuite des cerveaux ne se tarie pas

(départ de plus de la moitié des médecins depuis 2019...).

Dernier point intéressant : l'apparition sur l'échiquier du parti AUR (alliance pour une Union des Roumains), qui remporte 9% des voix exprimées. Parti souverainiste, qui revendique l'annexion de la Moldavie et qui reste très proche de l'église orthodoxe, il représente clairement l'autre hypothèse d'évolution du jeu politique roumain, qui serait alors une recomposition par la droite, sur le modèle illibéral polonais ou hongrois. Pour l'instant, ce n'est pas encore le cas, car la Roumanie reste pro-européenne. Ce débat ne se pose pas, si ce n'est dans des cercles minoritaires.

Ukraine : la Commission européenne accorde une aide d'urgence

Six cent millions d'euros viennent d'être accordés à l'Ukraine sous forme de prêt par la Commission européenne pour lutter contre la pandémie de la Covid. Cette aide porte à 2,8 milliards d'euros, le montant global des aides apportées par L'UE au pays depuis 2014. C'est la plus forte somme accordée jusqu'à présent à un pays non membre de l'UE. L'Europe veut marquer la solidarité envers l'Ukraine et, de son côté, le président Zelensky souhaite inscrire ce soutien dans la poursuite des réformes structurelles engagées par son gouvernement et promet de poursuivre les efforts, afin que l'ensemble de ces réformes aboutissent avec succès. Cette même semaine, la Banque européenne

d'investissement a également signé plusieurs contrats avec le gouvernement pour des projets jugés prioritaires dans les infrastructures et les transports. Le montant global des financements s'élève à 640 millions d'euros.

De son côté, l'Allemagne a également apporté son soutien financier pour la poursuite de la mise en œuvre du plan d'action de la Commission pour le renforcement de l'État de droit et des droits de l'homme en Ukraine à l'occasion du premier anniversaire du « format Normandie » le 9 décembre.

 **Notre opinion** – Ces nombreux cadeaux de Noël arrivent à un moment où le principal bailleur de fonds ukrainien, le FMI, n'a pas débloqué son versement initialement prévu pour la fin de l'année 2020. Certes, de nombreuses réformes sont lancées par le gouvernement, mais il n'y a encore que très peu d'avancées réelles, notamment en matière de lutte contre la corruption qui tient particulièrement à cœur au FMI. Néanmoins, la relation n'est pas rompue, une nouvelle mission sera organisée par l'institution en début d'année 2021, qui pourrait ainsi aboutir à un prochain déversement au printemps.

Les différentes négociations avec les institutions internationales montrent bien la fragilité et la dépendance du pays aux fonds étrangers. Le ministre des Finances s'est même exprimé cette semaine : le pays souhaite réduire un peu cette dépendance en s'endettant à plus long terme sur les marchés, mais le profil de risque du souverain séduit peu, malgré les taux d'intérêt desservis. Les accords avec le FMI resteront donc encore pour un certain temps non seulement une source de financement, mais surtout un gage de bonne gestion du pays.

Afrique sub-saharienne

Afrique sub-saharienne : vers un retour sur le marché des capitaux pour les souverains ?

Fin novembre, la Côte d'Ivoire est devenu le premier pays d'Afrique sub-saharienne à revenir sur le marché international des capitaux. Le pays a, en effet, émis un eurobond d'une valeur d'un milliard de dollars pour une maturité de douze ans. Alors que de nombreux pays africains avaient prévu de se financer sur ce marché en 2020, seuls le Gabon et le Ghana avaient eu le temps de le faire, avant que les marchés ne se ferment pour l'ensemble de l'Afrique sub-saharienne en raison de la pandémie de Covid. La Côte d'Ivoire, par exemple, a

commencé l'année avec un *spread* souverain de 376 points de base (EMBI *Global Sovereign Spread*). Celui-ci a atteint les 842 points de base en mars, alors que le coût de la dette se renchérissait rapidement pour l'ensemble des pays d'Afrique sub-saharienne. Depuis, ce *spread* est redescendu pour atteindre 407 points de base au moment de l'émission. Cela s'explique par un coût de la charge d'intérêt de la dette souveraine qui demeure maîtrisé dans le pays, soit environ 11% des recettes fiscales. Cela représente malgré tout une augmentation de

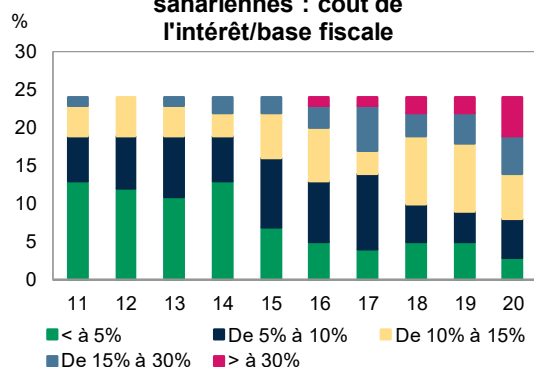
près de 20% en un an, qui s'explique en partie par une contraction de la base fiscale (-4% à 14% du PIB en 2020). Pour mémoire, la base fiscale des pays de l'UE se situe autour de 50% du PIB. Par ailleurs, la Côte d'Ivoire pourrait être l'un des rares pays à avoir une croissance positive de son PIB en 2020, même si d'importantes incertitudes demeurent.

Selon l'agence de *rating* Fitch, des pays tels que l'Angola, le Bénin, le Kenya, le Nigeria avaient également prévu d'émettre des eurobonds en 2020 sans le pouvoir. Cette impossibilité a obligé un pays comme l'Afrique du Sud à demander un soutien du FMI pour la première fois de son histoire. En octobre, le vice-président nigérian avait également fait part de la volonté de son pays de ne pas retourner sur le marché des eurobonds en 2020, et plus largement sur celui de la dette privée. Le Nigeria est un des pays dont le *spread* s'est le plus affolé au cours de la crise, frôlant les 1 300 points de base, en raison de réserves internationales très faibles et d'une forte contraction de la base fiscale, pourtant déjà très restreinte. Fin novembre, sur l'ensemble des pays notés par Fitch, tous connaissent une amélioration

du coût de l'emprunt tel que mesuré par le EMBI *Global Sovereign Spread*, après des pics en mars et mai en raison de la pandémie. Font exception à cette règle la Zambie, en raison de son récent défaut souverain, et l'Éthiopie, dont les problèmes économiques et politiques pèsent sur la confiance des marchés. Parmi les pays les mieux notés (B et au-dessus), le Ghana fait figure de mauvais élève avec un *spread* stagnant à un niveau similaire à celui de l'Éthiopie, soit autour des 700 points de base. Cette situation n'est pas étonnante dans la mesure où le pays devrait consacrer en 2020 51% de l'ensemble des revenus du secteur public au paiement des intérêts de sa dette. La croissance du pays devrait être autour de 0% en 2020, avec des prévisions comprises entre -1,5% et +1%.

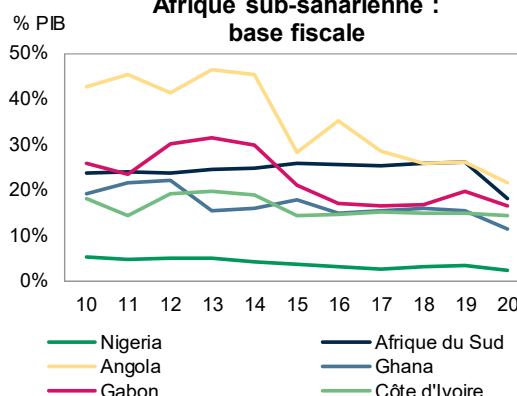
Malgré tout, sur l'ensemble de la zone, ce renchérissement du coût de l'emprunt signifie qu'une part croissante des recettes publiques sera mobilisée par le paiement de la charge d'intérêts. Des pays comme le Nigeria ou l'Afrique du Sud pourraient retourner sur les marchés en 2021 afin d'effectuer le refinancement de leurs dettes.

25 premières économies sub-sahariennes : coût de l'intérêt/base fiscale



Sources : Oxford Economics, CA SA

Afrique sub-saharienne : base fiscale



Source : EIU, Crédit Agricole SA

Notre opinion – Parmi les pays qui auraient pu émettre des eurobonds en 2020, certains font désormais figure de candidats au défaut souverain, à l'image de l'Angola et du Gabon, dont les dettes publiques respectives devraient atteindre 120% et 74% de leur PIB en 2020. Il s'agit là certes d'augmentations importantes (+10% et +18%), mais leurs situations n'étaient pas favorables avant la crise ; ce qui illustre les dérives financières de certains pays qui, au nom des revenus du pétrole, anticipent exagérément leurs revenus futurs. Le Nigeria, l'Angola et le Ghana, trois pays pétroliers, dépenseront tous en 2020 plus de 30% de leurs recettes publiques en paiement de la charge d'intérêts.

Géo-économie

Quelques éclairages sur l'initiative *Belt and Road*

Des études intéressantes commencent à être publiées, qui posent la question de l'avenir de l'initiative *Belt and Road* chinoise (BRI), tout en constatant que le choc Covid a accéléré des tendances qui étaient déjà à l'œuvre. Ainsi, après une décennie de forte croissance, **les prêts accordés par les deux banques de développement chinoises (les fameuses « *policy banks* »), *China Development Bank* (CDB) et *Export-Import Bank of China* (Exim), pour le financement de projets à l'international se seraient effondrés** : après avoir atteint un sommet à 75 milliards de dollars en 2016, ils auraient chuté à 4 milliards de dollars en 2019 selon les données de l'université de Boston² rapportées par le *Financial Times*³. Une telle chute est interpellante au moment où **Pékin est visiblement en train de repenser la stratégie des nouvelles routes de la soie**. Ce qui ne veut pas dire abandon mais réorientation, car c'est un sujet qui restera structurant pour le projet politique à l'international de Xi Jinping : **c'est quoi qu'il en soit le bras armé de la géo-économie chinoise**.

Cette année, les engagements chinois dans les projets de la BRI ont diminué drastiquement : durant les neuf premiers mois de l'année 2020, le nombre de nouveaux contrats estampillés BRI et signés par des entreprises chinoises ont chuté de 29% en rythme annuel. Entre janvier et octobre, la valeur cumulée des contrats a baissé de 17,5%, d'une année sur l'autre⁴. Bien sûr, la pandémie de Covid-19 explique cet effet de rupture, mais en réalité, la CDB et l'Exim avaient déjà ralenti leur programme de prêts avant la pandémie, et cela dès 2016.

Plusieurs facteurs explicatifs au ralentissement tendanciel des prêts

Tout d'abord, la BRI a fait l'objet de vives critiques à l'international et surtout dans les pays bénéficiaires : On le sait, les prêts sont accordés à des pays à bas revenus, aux finances fragiles (très concentrés dans la catégorie « *speculative investor* » des agences de notation) et accélèrent donc une dynamique de surendettement. Cette dernière menace, par ailleurs, la souveraineté de ces États sur des actifs souvent très stratégiques. De plus, la transparence statistique dans ces pays étant faible, les études d'impact environnemental et social sont lacunaires. Or tout cela est très contraire au projet initial de l'initiative « *Belt and Road* », qui repose sur un principe de « *win-win* » entre les prêteurs et les créanciers. Et c'est donc également contraire à

l'ambition de *soft power* chinoise, dont les nouvelles routes de la soie sont un des principaux outils.

La rivalité géostratégique sino-américaine aurait également contribué à affaiblir le programme de prêts chinois : les incertitudes liées à la guerre commerciale ont été telles en 2018 et 2019 que les autorités chinoises auraient préféré conserver les actifs en dollars sur le territoire domestique.

Enfin, il est possible que le programme de prêts chinois ne soit tout simplement plus soutenable dans un contexte de crise tellement exceptionnel : selon un rapport du Rhodium Group d'octobre⁵, les demandes de renégociation de dette ont massivement augmenté après la pandémie : fin septembre, douze pays sont en négociation avec Pékin, ce qui représente un montant de 28 milliards de dollars de prêts chinois. Près d'un dollar sur quatre engagé par la Chine dans le cadre de son programme de prêts ferait l'objet d'une renégociation, soit un montant de 94 milliards de dollars. À moyen terme, Pékin n'a d'autre choix que de rationaliser les futurs flux financiers, selon A. Kratz, auteur de ce rapport. Mais, **là encore, on ne peut que faire ce constat qui apparaît dans beaucoup d'autres domaines, économiques, politiques et sociaux : la pandémie ne fait qu'accélérer une tendance déjà à l'œuvre**.

Mais ne pas oublier les tendances longues...

Ce ralentissement des flux ne doit cependant pas non plus faire oublier les tendances longues de la montée en puissance géo-économique chinoise : CDB et Exim ont été extrêmement actives entre 2008 et 2019. **Le financement de projets de développement à l'étranger par les deux banques a ainsi totalisé 462 milliards de dollars sur la période, soit quasiment l'équivalent des prêts distribués par la Banque mondiale**, qui se sont élevés à 467 milliards de dollars (*via l'International Bank for Reconstruction and Development et l'International Development Association*). **En revanche, il est intéressant de souligner que les financements chinois ont davantage fluctué** : ils ont fortement augmenté lors de la crise financière de 2009, avant de chuter de nouveau. Puis, après l'annonce en 2013 du projet de BRI par Xi Jinping, les prêts chinois ont ré-augmenté de manière significative pendant plusieurs années, avant de chuter à nouveau, dans un contexte où la question de l'essoufflement de la croissance chinoise commençait à se poser, de même que cette question de l'efficacité du programme BRI.

² *Tracking China's Overseas Development Finance*, Global Development Policy Center, Boston University

³ *Sharp cut in Beijing's overseas lending fits with rethink of Xi's Belt and Road*, *Financial Times*

⁴ Ministère du Commerce chinois

⁵ *Seeking Relief : China's Overseas Debt After COVID-19*, Rhodium Group, octobre 2020

La tendance à la fluctuation des prêts chinois est intéressante pour penser l'avenir. D'une part, elle illustre **le conflit qui peut se poser entre géopolitique et économie** : la volonté politique chinoise d'accélérer une présence stratégique à l'étranger se heurte aux réalités de l'économie. D'autre part, elle montre **la force que peut avoir le multilatéralisme sur la relation bilatérale** : pendant la crise Covid, les pays les plus pauvres ont évité la crise de

liquidité grâce aux prêts du FMI, alors que la Chine marquait un temps de retard dans ses réactions face aux demandes de restructuration, même si elle a fini par s'asseoir à la table du G20. Cette puissance du multilatéralisme en période de crise peut jouer un rôle important dans les efforts que l'équipe de J. Biden et T. Blinken vont certainement déployer, pour redonner du sens à la gestion multilatérale des relations internationales.

Et revoilà les Kouriles : le différend russo-japonais

Le Japon a exprimé son mécontentement après que la Russie a déployé des systèmes de défense antimissile S-300V4 sur l'archipel des Kouriles. Le différend territorial qui oppose les deux pays remonte en réalité au XVIII^e siècle : en 1786, l'impératrice Catherine II de Russie revendique la souveraineté sur l'intégralité de l'archipel de 10 000 km² constitué d'une cinquantaine d'îles volcaniques entre l'océan Pacifique et la mer d'Okhotsk, alors sous administration japonaise. En 1855, le traité de Shimoda est signé entre les deux pays : il place les quatre îles méridionales de l'archipel (Itouroup, Kounachir, Chikotan et Habomaï, surnommées Territoires du Nord par Tokyo) sous administration japonaise. Le traité de Saint-Petersbourg en 1875 va plus loin et reconnaît au Japon la souveraineté sur l'ensemble de l'archipel conditionné à la rétrocession de l'île de Sakhaline en mer d'Okhotsk à la Russie.

Un nouveau coup de théâtre a lieu à l'issue de la seconde guerre mondiale : l'URSS annexe l'intégralité de l'archipel. En 1951, Tokyo, sous la pression des Américains, acte sa renonciation aux îles Kouriles par le traité de San Francisco. Depuis, de nombreuses rencontres officielles entre les dirigeants russes et japonais ont eu lieu, sans résultat. Les déplacements de responsables russes sur l'archipel sont vécus comme une provocation par Tokyo.

Au-delà du différend, l'archipel représente **un intérêt stratégique d'abord, économique ensuite. Il garantit à Moscou un accès à l'océan Pacifique toute l'année**, autrement restreint en raison des eaux en partie gelées l'hiver au large de Kamchatka. Sur Kounachir, l'île de l'archipel la plus proche du

Japon, Moscou a installé des bases militaires équipées d'avions de chasse et de troupes au sol. De plus, l'archipel est riche en ressources halieutiques, minières et abriterait d'éventuels gisements de pétrole et de gaz.

À ces enjeux, s'ajoute **un nationalisme exacerbé**. Côté japonais : tous les 7 février, un rassemblement est organisé au Japon réclamant le retour de l'archipel sous souveraineté japonaise. Côté russe : selon un sondage de décembre 2018 du centre indépendant russe Levada, 74% des Russes souhaitent que les Kouriles restent sous administration russe⁶...

Japon-Russie : îles Kouriles



Source : Gettyimages

⁶ Archipel des Kouriles : le désaccord majeur qui divise Russie et Japon depuis plusieurs siècles, France culture, 2019

News géo-économiques

L'inégalité foncière augmente très vite avec la crise – L'*International Land Coalition* (ILC) a publié un rapport sur l'inégalité foncière⁷. Depuis les années 1980, la tendance est à la hausse, sur tous les continents et la pandémie de Covid-19 devrait accélérer la tendance.

Inégalité foncière mesurée par le coefficient de Gini (1910-2017)



Source : *International Land Coalition*

En cause, une financiarisation à l'œuvre : les secteurs de l'alimentation et de l'agriculture font l'objet d'un intérêt croissant de la part des investisseurs et les exploitations agricoles deviennent des actifs financiers, une logique de marché encourageant le développement de méga-fermes à échelle industrielle tournées vers l'exportation, ainsi que la faiblesse des institutions et des garanties contre la concentration foncière.

L'exploitation des terres agricoles est très concentrée au niveau mondial : 1% des exploitations les plus larges exploitent plus de 70% des terres agricoles. La propriété et le contrôle sont opaques : l'actionnariat dans ce type d'actifs n'est pas rendu public.

Toutes les régions du monde sont concernées par la hausse des inégalités mesurées par l'indice de Gini des terres agricoles (de 0 pour une égalité absolue à 1 pour une inégalité totale) : 60% de la valeur est aux mains des 10% les plus riches parmi les populations rurales (3% pour les 50% les plus pauvres). **Mais l'Amérique latine est la plus touchée** (indice supérieur à 0,75 contre 0,65 pour l'Amérique du Nord, 0,62 pour l'Asie-Pacifique, moins de 0,60 en Europe et moins de 0,55 pour le continent africain).

La polarisation est très forte entre de petites exploitations (80% d'entre elles font moins de

deux hectares au niveau mondial) qui n'ont généralement pas accès aux chaînes alimentaires mondiales et des méga-fermes (tant en termes de taille que de valeur de production) qui les contrôlent.

La tendance en cours au creusement des inégalités foncières va fragiliser les systèmes économiques (chômage, augmentation de la pauvreté, des inégalités de revenu), sociaux (inégalité entre les hommes et les femmes, insécurité alimentaire) et politiques (vulnérabilité des démocraties fragiles) et aura un impact négatif sur l'environnement (contribution au changement climatique des monocultures de grande échelle).

Cybersécurité et stabilité financière – Un article publié sur le blog du Fonds monétaire international (FMI⁸) alerte sur la menace que pose **le risque cyber sur la stabilité financière. Le nombre de cyberattaques a été multiplié par trois durant la dernière décennie et cette tendance a accéléré dans le contexte de la pandémie mondiale. L'industrie des services financiers est la plus ciblée par les hackers.** En raison des interconnexions financières et technologiques mondiales, une attaque visant une institution financière, un système ou un service utilisé par nombre d'acteurs financiers aurait des répercussions massives et se répandrait immédiatement à l'ensemble du système financier minant la confiance des ménages et des entreprises. **Un tel risque est d'autant plus élevé que les outils permettant de hacker un système informatique sont à la fois moins coûteux, plus simples d'accès et plus puissants que par le passé**, ce qui permet à des *hackers* moins expérimentés de causer davantage de dommages à un coût plus faible.

Relations États-Unis-Taïwan – Lundi, l'administration Trump a notifié au Congrès une nouvelle vente d'armes à destination de Taïwan à hauteur de 280 millions d'euros. **C'est la sixième en un an et la onzième au total depuis l'entrée en fonction du président Trump.** Le dernier contrat concerne la vente d'un nouveau système de communication *Field Information Communications System* (FICS).

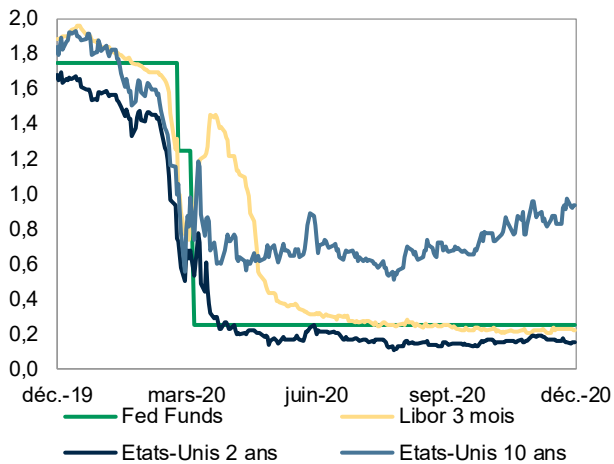
⁷ *Uneven Ground: land inequality at the heart of unequal societies*, International Land Coalition, novembre 2020

⁸ [Cyber Risk is the New Threat to Financial Stability](#), FMI

Tendances à suivre

Taux d'intérêt en dollar américain

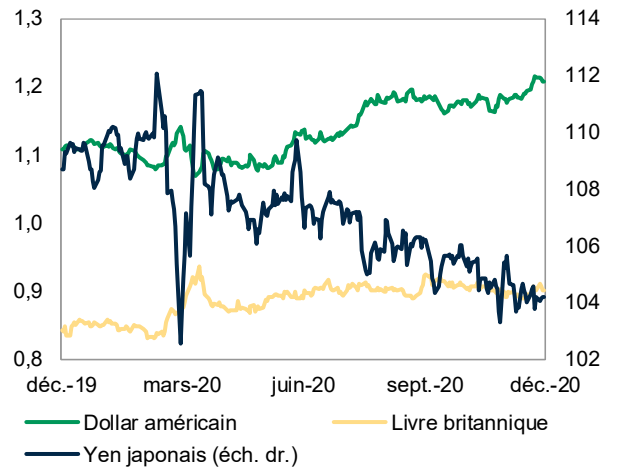
%, interbancaire (Londres) et souverains (Etats-Unis)



Source : Thomson Reuters

Taux de change des principales devises

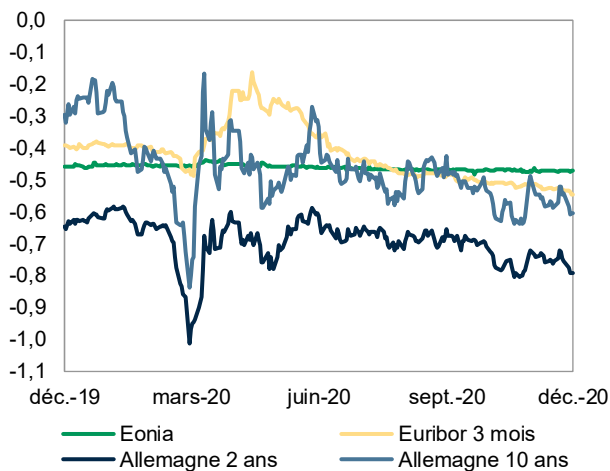
EUR/USD, EUR/GBP et USD/JPY



Source : Thomson Reuters

Taux d'intérêt en euro

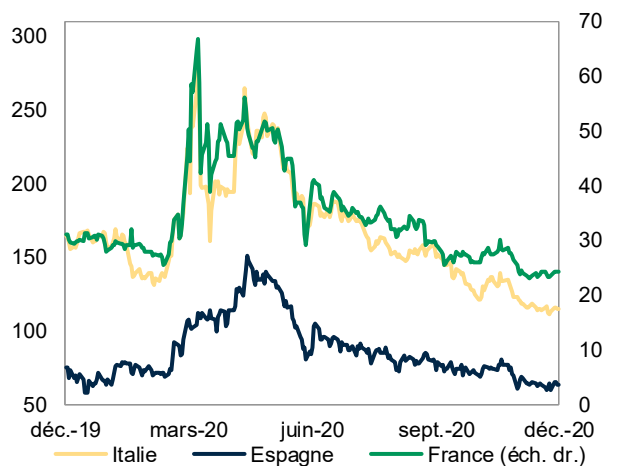
%, interbancaires (Londres) et souverains (Allemagne)



Source : Thomson Reuters

Spreads souverains européens avec le Bund

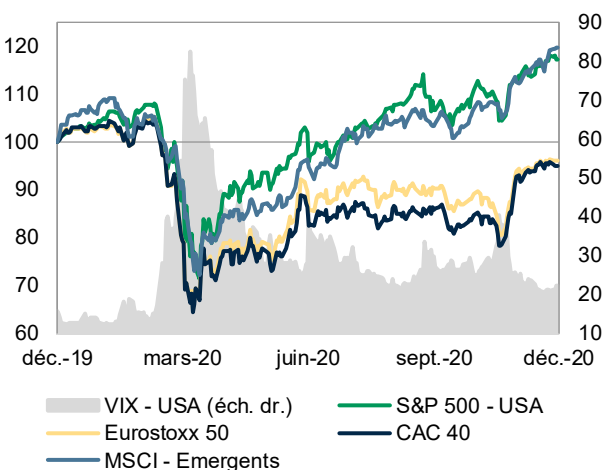
Pdb, dette en EUR à dix ans



Source : Thomson Reuters

Marché actions

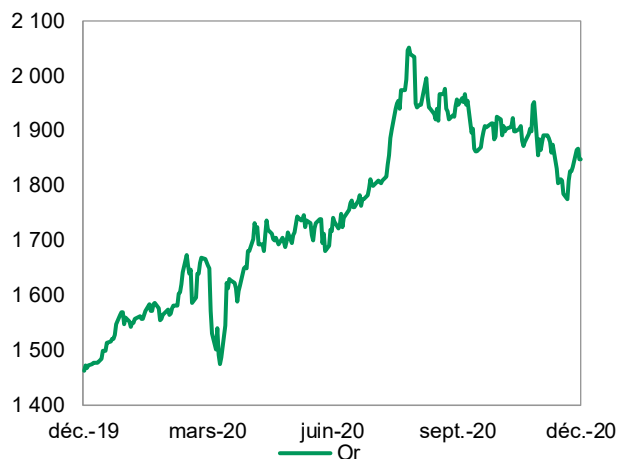
Indice boursiers (100 = début de période) et volatilité VIX



Source : Thomson Reuters

Cours de l'once d'or

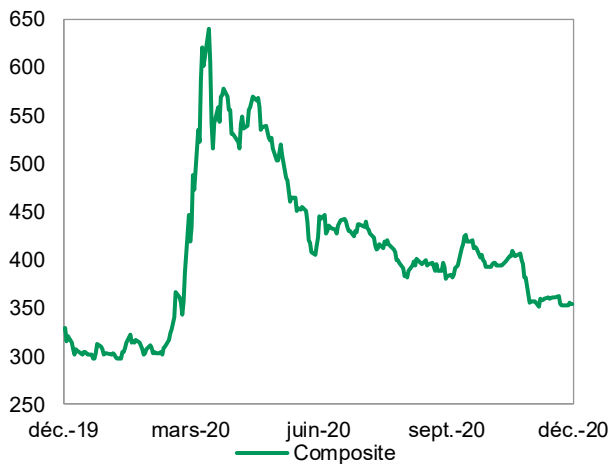
USD/Once troy (Londres)



Source : Thomson Reuters

Spreads souverains émergents avec le T-Bond

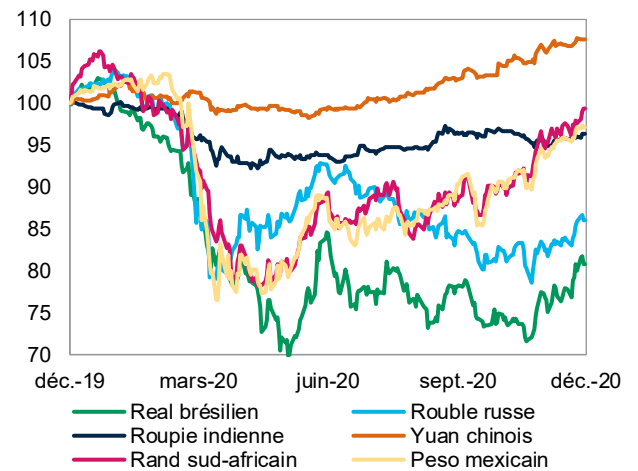
Indices EMBI+ (pdb, dette en USD de plus d'un an)



Source : JP Morgan

Devises émergentes

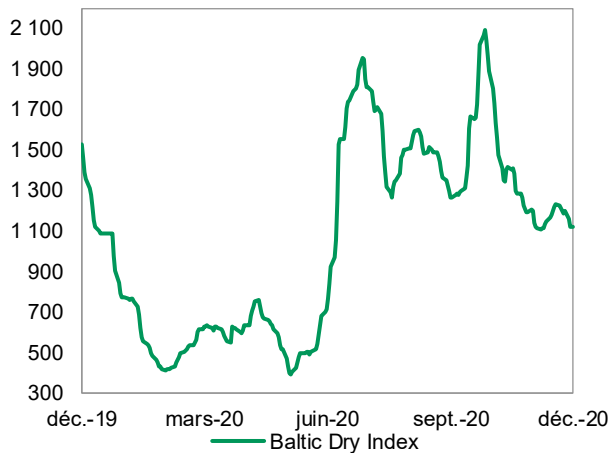
/USD (indice 100 = début de période)



Source : Thomson Reuters

Coût du transport maritime de vrac sec

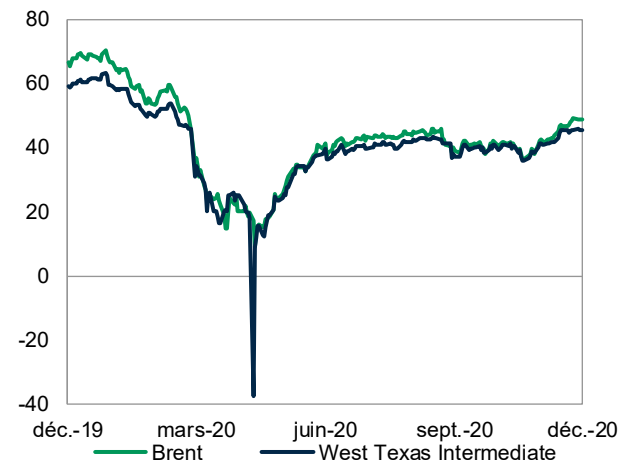
Baltic Dry Index (USD/point)



Source : Baltic Exchange

Cours du baril de pétrole brut en USD

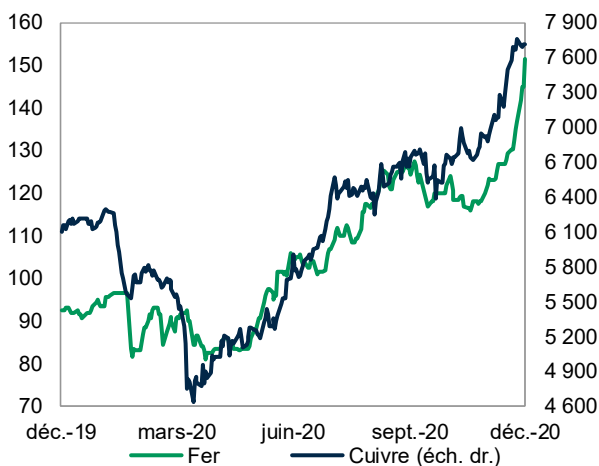
Brent (mer du Nord) et WTI (golfe du Mexique)



Source : Thomson Reuters

Cours des métaux

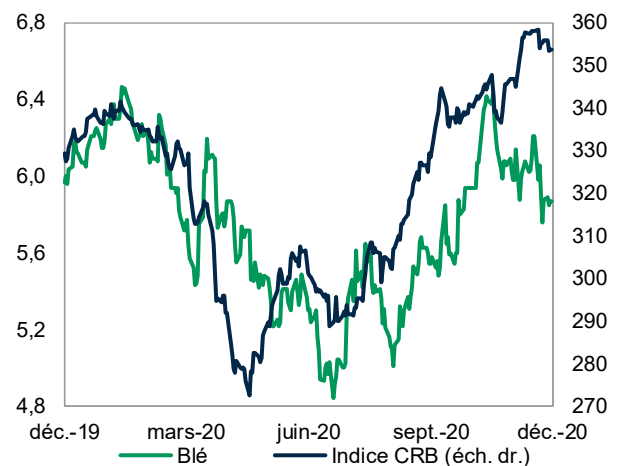
USD/tonne métrique



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
09/12/2020	<u>La bête qui guette : BEAST, le scénario risque de la BCE et ses implications</u>	UE
09/12/2020	<u>Inde – Une convalescence à surveiller</u>	Asie
08/12/2020	<u>Quel avenir pour les plateformes françaises du crowdlending ?</u>	Banques, informatique
07/12/2020	<u>Brésil – Une singulière histoire de rating ou "Je t'aime, moi non plus"</u>	Amérique latine
04/12/2020	<u>Monde – L'actualité de la semaine</u>	Monde
03/12/2020	<u>Italie – Conjoncture, Flash PIB : composantes au T3 2020</u>	Italie
02/12/2020	<u>Entreprise, où est la crise ?</u>	UE
01/12/2020	<u>Qatar – Un plan de soutien massif pour contenir la crise</u>	Moyen-Orient
30/11/2020	<u>France – Un deuxième confinement moins négatif pour l'économie</u>	France
27/11/2020	<u>Monde – L'actualité de la semaine</u>	Monde
25/11/2020	<u>Point d'étape sur la notation souveraine des pays émergents par les agences de rating</u>	Emergents
25/11/2020	<u>Allemagne – Conjoncture : PIB au T3 2020</u>	Allemagne
25/11/2020	<u>Chine – Une désinflation qui interroge</u>	Chine

Études Économiques Groupe – Crédit Agricole S.A.

12, place des États-Unis – 92127 Montrouge Cedex

Directeur de la publication : Isabelle JOB-BAZILLE

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

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

Royaume-Uni, Irlande, pays scandinaves : Slavena NAZAROVA

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

Asie : Sophie WIEVIORKA

Amérique latine : Catherine LEOUGRE (coordination scénario)

Afrique du Nord, Moyen-Orient : Olivier LE CABELLEC

Afrique sub-saharienne : Nathan QUENTRIC

Géo-économie : Tania SOLLOGOUB, Julie TEILLARD

Documentation : Dominique PETIT, Elisabeth SERREAU

Statistiques : Robin MOURIER

Réalisation et Secrétariat de rédaction : Fabienne PESTY

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

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

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

Application 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.