

# Perspectives

Hebdomadaire – N°21/043 – 12 février 2021

## MONDE – L'actualité de la semaine

☞ Enthousiasme sans emballement.....	2
☞ « Whatever it takes », « quoi qu'il en coûte », ou l'action collective sur les anticipations.....	3
☞ France : recul de la production industrielle et manufacturière en décembre.....	4
☞ Allemagne : le redressement du commerce extérieur allemand se poursuit malgré la crise sanitaire.....	5
☞ Allemagne : la pression monte pour clarifier une stratégie de sortie de confinement.....	5
☞ Espagne : affaiblissement des contagions.....	6
☞ Italie : production industrielle, une fin d'année en demi-teinte.....	7
☞ Italie : vers un gouvernement Draghi.....	7
☞ Portugal : vers un long confinement général.....	8
☞ États-Unis : décélération surprise de l'inflation sous-jacente en janvier.....	9
☞ Royaume-Uni : une croissance plus forte que prévu au T4 en partie due au Brexit.....	10
☞ Le chiffre de la semaine.....	12
☞ Hong Kong : une reprise lente et hétérogène.....	14
☞ Moyen-Orient & Afrique du Nord : chute de l'épargne dans les pays les plus fragiles.....	15
☞ Liban : toujours pas de contrôle des changes ni de dévaluation de la livre.....	16
☞ Pologne : des dégâts limités mais des enjeux de taille.....	16
☞ République tchèque : une sévère deuxième vague pandémique qui fragilise la reprise.....	17
☞ Roumanie : les équilibres budgétaires déstabilisés par les décisions du passé.....	17
☞ Brésil : la quadrature du cercle.....	17
☞ Restructurations : un candidat de plus et des positions qui s'éclaircissent.....	19
☞ Le projet Nord Stream 2 en suspens ?.....	21
☞ News géo-économiques.....	22

## Enthousiasme sans emballement

Porté par le thème du « *reflation trade* » lui-même alimenté par des perspectives de politiques monétaires toujours très accommodantes et de relance budgétaire aux États-Unis, des données meilleures qu'anticipé (croissance en zone euro) ou inattendues (inflation en zone euro) et, enfin, le retour de M. Draghi, un vent d'enthousiasme généralisé avait soufflé sur les marchés la semaine passée. L'enthousiasme s'est prolongé, mais sans emballement, cette semaine avec la poursuite de la progression des indices actions (la hausse du S&P 500 s'établit déjà à plus de 4% depuis le début de l'année), du resserrement des primes sur le marché du crédit, un apaisement des « tensions » sur les taux longs sans risque (les taux allemands et américains à dix ans perdent tous deux 2 points de base ce qui porte leurs hausses depuis le début 2021 à, respectivement, 9 et 23 pb pour atteindre -0,49% et 1,15%). En ligne avec les anticipations de reprise économique plus soutenue aux États-Unis que dans la zone euro, le creusement de l'écart entre les taux allemands et américains se poursuit.

Et pourtant, aux États-Unis, le rapport mensuel sur l'emploi du *Bureau of Labor Statistics* signale que la reprise du marché du travail se poursuit mais à un rythme ralenti. Grâce aux créations nettes d'emplois enregistrées en janvier (49 000 dont 9 000 seulement au sein du secteur privé), le taux de chômage se replie tant dans sa définition stricte (à 6,3%) qu'élargie (11,7% y compris les emplois à temps partiel subi). Le taux d'activité s'effrite très légèrement (à 61,4%) et le chômage de longue durée (plus de six mois) a presque doublé par rapport à son niveau pré-crise (à 39,5% contre 20,4% fin 2019).

Si ces données ne nous renseignent certes que sur le passé récent, elles nous indiquent cependant que les dégâts sur le marché du travail sont importants et en voie de résorption seulement lente. Mais des chiffres moyennement favorables sur l'emploi confortent le scénario d'accommodation monétaire durable renforcé par le chiffre d'inflation américain de janvier (1,4% en raison d'une décélération

surprise de l'inflation sous-jacente, *cf. infra*) : sa faiblesse a surpris, déçu et suscité le léger repli des taux longs.

Dans une intervention, le président de la *Federal Reserve* s'est précisément inquiété de l'absence d'amélioration de l'emploi. Alors que la stratégie de la *Fed* se concentre sur la résorption des écarts de l'emploi à son niveau maximum, que le risque d'emballement de l'inflation ne menace pas (une hausse émanant du « déversement » de l'épargne accumulée serait jugée non significative puisque transitoire et exogène), il justifie le maintien prolongé d'une politique monétaire destinée à stimuler la reprise.

Alors qu'aucun soupçon de durcissement monétaire n'est actuellement envisageable, le « *reflation trade* » continue d'être alimenté par les discussions autour du plan de relance au Congrès américain. Elles se sont récemment concentrées sur la question du salaire minimum sur laquelle s'opposent démocrates (favorables, dans une très grande majorité, à une hausse de 7,25 dollars l'heure à 15 dollars) et républicains (qui s'y opposent uniformément ou souhaitent, en compensation, des réductions de dépenses/augmentations de recettes). La question est épineuse car la procédure dite de « réconciliation budgétaire » (qui autoriserait le passage du projet sans soutien républicain puisque requérant une majorité simple au Sénat) interdit les mesures non fiscales et celles concourant à augmenter la dette publique à long terme. À cet égard, le *Congressional Budget Office* prévoit une dette publique à 102,3% du PIB (sur l'exercice budgétaire 2021, en hausse de 2 points par rapport à 2020 et de près de 23 points par rapport à 2019) pour un déficit budgétaire (hors plan de soutien en cours de discussion) à 10,3% du PIB (14,9% en 2020). Les prévisions du CBO à long terme (2031) tablent, à législation constante, sur un déficit et une dette publics de, respectivement, 5,7% et 107,2% du PIB. Une dérive dont personne ne semble s'émouvoir et c'est, actuellement, légitime.

## Editorial

### 👉 « *Whatever it takes* », « quoi qu'il en coûte », ou l'action collective sur les anticipations

Depuis l'essor de la pandémie il y a un an, les acteurs économiques ont été pris dans un processus constant de reconfiguration de leurs anticipations.

Le déconfinement et la maîtrise partielle de la diffusion du virus en Europe au printemps dernier, mais aussi l'action stabilisatrice rapide de la BCE et l'activisme des politiques nationales de soutien, ont d'abord permis d'anticiper une fin rapide de la crise. Celle-ci paraissait confirmée par le rebond de l'activité durant l'été, poussé à la fois par la reprise de l'activité mais aussi par une normalisation partielle des comportements de dépense. De plus, l'amélioration des connaissances sur les caractéristiques du virus et sur les moyens de le combattre et de l'endiguer permettaient un meilleur ancrage des anticipations. Elles se concentraient fortement autour de l'un des scénarios possibles, le scénario optimiste de sortie de crise.

#### **La socialisation des anticipations**

Le retour des contaminations à l'automne a pris de court les gouvernements, tiraillés entre attentisme et activisme dans leur stratégie de lutte contre le virus. La prévisibilité plus faible du cours de la pandémie a imposé une reconfiguration sur une plus longue durée des anticipations portant sur les contraintes d'activité et à réviser leur coût à la hausse. Face au tâtonnement des stratégies de restriction et à une moindre visibilité sur la fin de la pandémie, la distribution des anticipations est passée d'une concentration autour du scénario optimiste de sortie de crise à une plus forte dispersion et à l'agrégation autour de scénarios alternatifs, plus pessimistes. Lorsque les agents s'accordent sur un équilibre inefficace, alors qu'existent d'autres équilibres de qualité supérieure, c'est que l'économie présente un défaut de coordination. On peut identifier ce défaut dans les hésitations autour des stratégies de limitation de l'activité et de la mobilité. En effet, l'arbitrage entre l'économique et le sanitaire est devenu plus difficile à trancher, influencé par les coûts du premier confinement désormais connus et qui ont dessiné des hiérarchies économiques entre les pays. Ce tâtonnement s'est néanmoins accompagné de déclarations de « quoi qu'il en coûte » quant à l'accompagnement économique de la crise. Si l'incertitude sur la maîtrise du virus ne pouvait pas être dissipée, un « point focal » aura été créé quant à la volonté des États de soutenir les agents privés face à la crise économique sur une période longue, produisant ainsi une dynamique auto-réalisatrice de comportements optimistes.

#### **Lutte contre Darwin**

Si, en fin d'année dernière, la disponibilité de plusieurs vaccins a pu coordonner les anticipations

sur un équilibre supérieur, cela ne fut pas de longue durée. L'apparition de variants du virus, et leur avantage sélectif sur la souche initiale moins contagieuse, ainsi que les retards dans la production et la distribution des vaccins ont opéré une nouvelle dispersion des anticipations. Cela a conduit à une reformulation de l'arbitrage, plus difficile, entre pertes plus durables d'activité et maîtrise d'une pandémie devenue plus complexe.

#### **Tracer une trajectoire par une vision du futur**

Ramener la distribution de la perception du risque des extrêmes à la moyenne autour du bon équilibre : cette semaine, les institutions européennes étaient mobilisées sur ce front. D'abord, le Parlement européen a finalement approuvé la Facilité pour la reprise et la résilience, pilier principal du plan de relance *Next Generation EU*, soit 672,5 milliards d'euros (sur un total de 750) sous forme de prêts et de subventions. L'objectif est d'atténuer les effets de la pandémie et de coordonner la reconstruction et la transformation de l'économie européenne, mais surtout de dessiner une trajectoire de sortie de crise par le haut en mettant les moyens nécessaires, afin de faire converger les anticipations sur cette vision du futur qui doit déterminer le présent.

Ensuite, le Parlement européen s'est félicité de l'action de la BCE pour garantir la stabilité financière durant la pandémie et a soutenu son appel en faveur d'« un alignement complet des politiques budgétaires et monétaires », ainsi que de l'engagement « d'utiliser tous les outils qui produiront les résultats les plus effectifs, efficaces et proportionnés » en vue de soutenir la reprise économique de la zone euro.

Enfin, la Commission européenne a lancé un message d'optimisme prudent avec sa dernière mise à jour des prévisions pour la zone euro. Bien que les perspectives pour 2021 aient été révisées à la baisse (de 4,2% à 3,8%) sous l'effet d'une moindre croissance au quatrième trimestre 2020 et au premier trimestre 2021, le dynamisme de l'activité attendu au deuxième semestre et en 2022 (3,8%) sera plus soutenu que dans ses prévisions de novembre (3%) et le niveau pré-crise du PIB atteint plus tôt. Mais elle met aussi en garde : l'incertitude reste élevée et le risque d'une persistance de la pandémie, mais aussi de cicatrices plus profondes de la crise (faillites, chômage, inégalités) existent. Un scénario plus optimiste peut aussi se dessiner, si une diffusion plus rapide de l'immunité conduit à une levée plus précoce des contraintes à la mobilité engendrant de l'optimisme et renforçant des anticipations auto-réalisatrices autour de ce scénario.

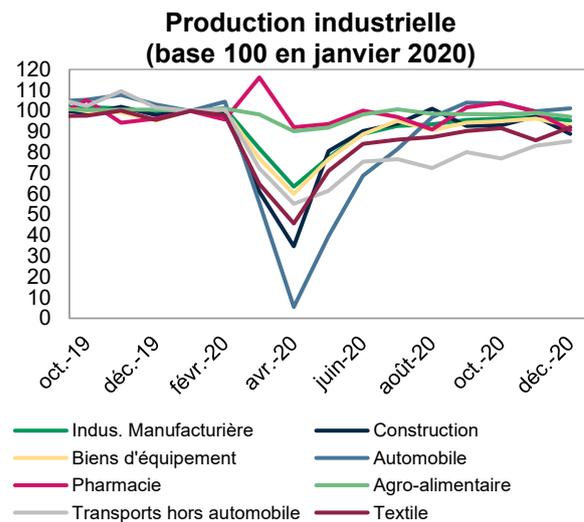
## Zone euro

### France : recul de la production industrielle et manufacturière en décembre

Après avoir bien résisté pendant le confinement du mois de novembre, la production manufacturière recule de 1,7% en décembre. C'est la première baisse depuis le mois d'avril. Cette baisse est majoritairement due à l'arrêt de plusieurs raffineries, entraînant une contraction de plus de 30% de l'activité du secteur cokéfaction-raffinage. La production diminue également dans le secteur des biens d'équipement (-3,5% sur un mois), tandis que la production de matériels de transport poursuit son redressement (+2%).

Au total, l'année 2020 est marquée par un recul record de 10,3% de la production industrielle. Cette contraction est principalement due à l'arrêt quasi-total de l'activité dans plusieurs secteurs industriels, lors des mois de mars et avril. En 2020, les secteurs industriels les plus touchés par la crise auront été la cokéfaction-raffinage (-32,1%), les matériels de transport avec une baisse de 25,7% par rapport de la production par rapport à 2019 (et même -27,4% dans l'automobile) et le textile (-15,9%). À l'inverse, l'industrie pharmaceutique a été protégée et a connu une croissance de 3,5% en 2020, tandis que l'industrie agro-alimentaire a été relativement épargnée avec une contraction de 3,0% de son activité.

Suite au premier confinement, l'activité a redémarré à des rythmes différents d'une industrie à l'autre, sans toutefois retrouver les niveaux d'activité d'avant-crise, sauf dans de rares secteurs comme la chimie. Au mois de décembre, la production industrielle s'est ainsi établie à un niveau inférieur de 4,9% à son niveau d'avant-crise.



Sources : Insee, Crédit Agricole SA ECO

**☑ Notre opinion** – Si l'industrie a été très affectée par le premier confinement, avec la nécessité de s'adapter aux nouvelles normes sanitaires et une baisse de l'offre de travail (liée notamment à la garde d'enfants lors de la fermeture des écoles), la production industrielle a connu une reprise assez dynamique depuis le déconfinement du mois de mai. Certains secteurs comme l'industrie automobile ou aéronautique ont été plus durement touchés et ont mis plus de temps à retrouver des niveaux d'activité relativement proches des niveaux d'avant-crise. D'autres, comme l'agro-alimentaire, ont résisté et certains, comme l'industrie pharmaceutique, ont même tiré leur épingle du jeu et affichent une croissance positive sur l'ensemble de l'année 2020.

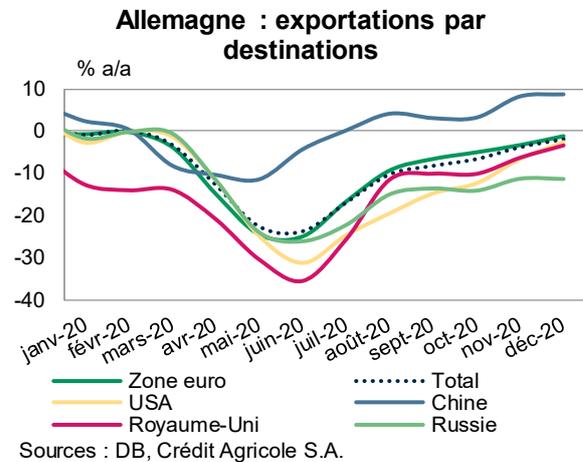
Lors du deuxième confinement, l'activité dans l'industrie a bien mieux résisté et ne connaît qu'un léger recul en décembre. En 2021, la reprise de l'activité devrait se poursuivre à un rythme plus faible, l'effet mécanique de sortie du premier confinement étant temporaire. Certains secteurs et notamment des secteurs où l'industrie française est compétitive, comme l'aéronautique où l'activité est encore 15% inférieure à son niveau d'avant-crise, auront besoin de davantage de temps pour récupérer. En effet, la demande n'a pas encore retrouvé ses niveaux d'avant-crise et le manque de synchronisation de la reprise mondiale continuera à pénaliser les secteurs exportateurs.

L'industrie et la compétitivité sont d'ailleurs au cœur du plan de relance mis en œuvre dès cette année, avec pour objectif de soutenir l'investissement dans les secteurs à haute valeur ajoutée, comme les secteurs de hautes technologies ou les infrastructures (vertes notamment).

**Allemagne : le redressement du commerce extérieur allemand se poursuit malgré la crise sanitaire**

Les exportations allemandes ont augmenté de 0,1% sur un mois en décembre (données corrigées des variations saisonnières), comptabilisant ainsi huit mois consécutifs de hausse. Dans le même temps, les importations se sont repliées de 0,1% sur le mois aboutissant à un solde commercial excédentaire de 16,1 Mds €, en progression de 0,8%. Si ce redressement des échanges commerciaux allemands reste significatif au regard de la crise traversée, les exportations n'en demeurent pas moins en recul de 3,3% comparativement à décembre 2019. La ventilation par zones géographiques permet d'établir que le rebond provient essentiellement des exportations vers les pays tiers (+12,8% en rythme annuel) et dans une moindre mesure des pays de la zone euro (+2,8%). Les exportations vers la Chine, pays qui connaît une reprise vigoureuse de sa croissance, se sont révélées un atout essentiel pour les exportateurs industriels allemands. Celles-ci ont bondi de 11,6% sur un an. De même, les exportations vers

son partenaire américain ont augmenté de 8,4%, tandis que celles à destination du Royaume-Uni sont en revanche en baisse de 3,3%.

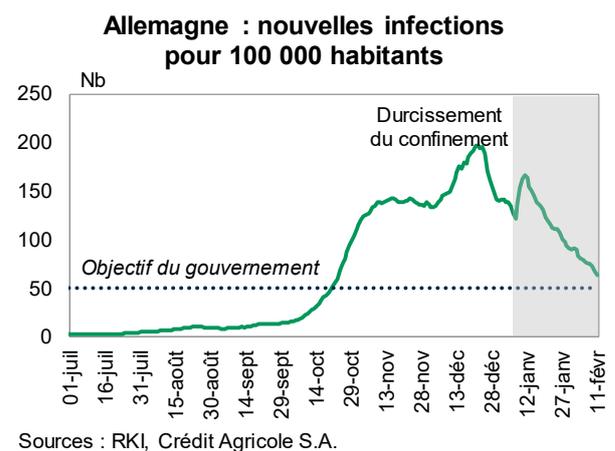


**Notre opinion** – *Le commerce extérieur allemand continue de se redresser grâce à ses deux principaux partenaires commerciaux : les États-Unis et la Chine. Toutefois, le niveau global des exportations demeure inférieur à 3% à ce qu'il était un an auparavant. En dépit de la crise sanitaire, la demande en biens industriels est restée soutenue, favorisant une reprise de la croissance plus rapide comparativement à d'autres pays de la zone. La faiblesse de l'offre en puces électroniques entrave cependant la production automobile allemande et ses exportations.*

**Allemagne : la pression monte pour clarifier une stratégie de sortie de confinement**

En dépit d'une tendance baissière du nombre de contaminations et d'hospitalisations en soins intensifs, le gouvernement allemand et les Premiers ministres des États fédérés ont décidé de prolonger le confinement actuellement en vigueur jusqu'au 7 mars, alors que la date était préalablement fixée au 14 février. Cette extension intervient principalement en raison des craintes d'un redémarrage de l'épidémie lié à la présence de nouveaux variants décelés dans diverses régions du pays. Les différentes parties ont néanmoins convenu de la réouverture des salons de coiffure dès le 1<sup>er</sup> mars. Les activités de commerce de détail (respectant une limite d'un client par 20 mètres carrés de surface), les musées, les galeries d'art, et les entreprises de soins à la personne pourront rouvrir dès que le nombre d'incidences aura atteint 35 pour 100 000 habitants. La réouverture des activités de restauration ou hôtelières n'est pour l'instant pas à l'ordre du jour. D'autre part, faute de consensus sur la

réouverture des écoles, les régions décideront, elles-mêmes, dans le cadre de leur souveraineté culturelle, du retour progressif à l'enseignement en face à face et de l'expansion de l'offre de garderie.



**✓ Notre opinion** – La cible des 50 nouvelles infections pour 100 000 habitants préconisée par le gouvernement fédéral pour maîtriser l'épidémie est dorénavant à portée de main avec une incidence à 64 enregistrée ces derniers jours. Il aura fallu près de deux mois et demi de confinement strict pour se rapprocher de cet objectif. Dans ce contexte de décrue épidémique, les associations d'entreprises allemandes ont réclamé une perspective de sortie de crise à moyen terme avec l'élaboration d'un scénario de fin de confinement clair. La nouvelle cible des 35 nouvelles contaminations pour commencer à relâcher les contraintes pesant sur les commerces de détail répond ainsi en partie aux attentes. Mais un grand nombre d'interrogations restent en suspens avec des activités toujours en attente de visibilité quant à leur réouverture prochaine.

### Espagne : affaiblissement des contagions

Les chiffres publiés ce jeudi par le ministère de la Santé indiquent un affaiblissement de la propagation du virus. Le taux d'incidence (TI) s'affichait à 540,3. La majorité des communautés autonomes continuent de voir le taux décliner à des rythmes différents et restent toutes en dessous de 1 000. La Communauté Valencienne (777,07, en baisse de plus de 100 points en 24 heures) affiche le niveau plus élevé, suivie de Castille-et-León (719,76, en baisse de plus de 70 points), Melilla (742,31) et La Rioja (645,52, en baisse d'environ 125 points). Toujours au-dessus de 500, six autonomes (une de moins qu'hier), bien que toutes en déclin: Madrid (669,82), Andalousie (635,21), Castille-La Manche (577,02), Asturies (517,50), Aragon (510,73) et Ceuta (503,67).

La tendance décroissante est également observée dans les cas de contagion. Ainsi, au cours des dernières 24 heures, 17 853 nouveaux cas ont été enregistrés, un chiffre légèrement inférieur à la veille et bien inférieur au rythme enregistré ces dernières semaines avec plus de 30 000 infections quotidiennes. Le nombre total d'infections depuis le début de

la pandémie en Espagne s'affiche à 3 041 454. Le nombre de décès (513 au cours des dernières 24 heures), ne reflète toujours pas la baisse des infections et de l'incidence, bien que le chiffre soit en baisse. Dans les sept derniers jours ce sont néanmoins 1 689 qui ont été comptabilisés, augmentant ainsi le total des décès depuis le début de la pandémie à 64 217.

La situation dans les hôpitaux continue de s'alléger, mais à un rythme très lent. Le pourcentage de lits occupés par des patients atteints de Coronavirus en Espagne baisse de 1,1 % en 24 heures et se situe à 18,27% (un chiffre qui dépasse le seuil de risque maximal de 15%). Le pourcentage de lits de soins intensifs se réduit d'un point par rapport à la veille, s'établissant à 40,51% (également bien au-dessus du seuil de risque très élevé, supérieur à 25%). Ces chiffres ne concernent que les patients Covid, auxquels il faut ajouter ceux qui occupent des lits en raison d'autres pathologies ou interventions, ce qui augmente le degré de saturation, qui s'affiche à presque 100% dans certaines communautés autonomes.

**✓ Notre opinion** – Les communautés autonomes espagnoles ont durci les restrictions pour contrôler la propagation du virus. Ainsi, Madrid a avancé le couvre-feu à 22 heures, la fermeture des hôtels et établissements non essentiels à 21 heures et a interdit les réunions de non-partenaires à domicile. De plus, les tables dans les hôtels et restaurants seront limitées à un maximum de quatre personnes, tant à l'intérieur que sur les terrasses ou dans les espaces extérieurs. En Catalogne, les centres commerciaux, les salles de sport et les magasins de plus de 400 mètres carrés ont été fermés pendant un mois. La capacité a été limitée dans le secteur de la restauration, qui ne peut servir que le petit-déjeuner et le déjeuner, tandis que le couvre-feu de nuit continuera à être de rigueur entre 22 heures et 6 heures. 36% des Asturiens sont confinés dans leur commune de résidence. De plus, les centres commerciaux sont fermés – à l'exception des établissements concernés par des activités essentielles – et les établissements d'hôtellerie et de restauration qui ne pourront servir qu'en terrasse.

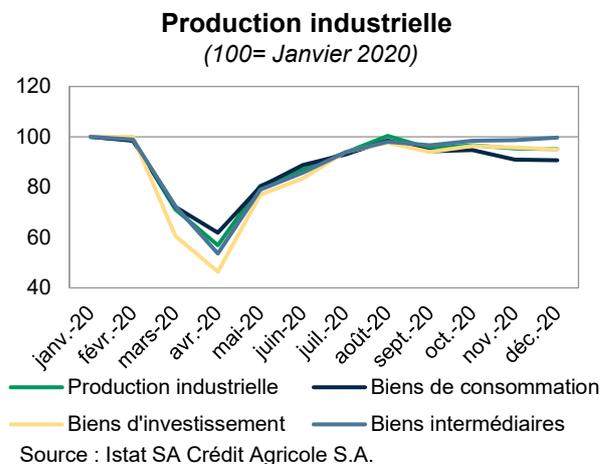
Face à l'affaiblissement de la propagation du virus, les communautés espagnoles ont commencé à relâcher quelques restrictions depuis la semaine dernière. Pourtant, la situation demeure inquiétante, avec la quasi-totalité du territoire en situation de risque extrême, selon le barème des autorités sanitaires.

 **Italie : production industrielle, une fin d'année en demi-teinte**

La production industrielle aura terminé l'année avec une légère contraction de 0,2% en décembre par rapport au mois précédent. Au quatrième trimestre, la baisse aura été de 0,8 % par rapport au trimestre précédent. Le détail de l'indice signale des tendances différentes entre les secteurs. Tandis que l'énergie (+1,8%) et les biens intermédiaires (+1,0%) augmentent, l'indice de production des biens d'équipement (-0,8%) et des biens de consommation (-0,3%) diminuent.

Par rapport à son niveau de décembre 2019, la production industrielle aura baissé de 2%. Seuls les biens intermédiaires (+4,1%) ont enregistré une hausse en glissement annuel, tandis que les biens de consommation (-9,8 %) et les biens d'équipement (-2,1%) reculent. Cette dynamique est également visible dans l'évolution de la production industrielle par branches, avec une hausse marquée des activités de fabrication de produits en caoutchouc et en plastique (+10,9%), de produits chimiques (+7,5%) et la fabrication d'équipements électriques (+6,8%). En revanche, les plus fortes baisses ont été

enregistrées dans le textile et l'habillement, (-28,5%), et dans la fabrication de produits et préparations pharmaceutiques de base (-10,9%).



La production industrielle aura baissé de 11,4% en 2020 par rapport à l'année 2019.

 **Notre opinion** – *Le secteur industriel continue de faire preuve de résilience face à la deuxième vague. Mais cette résilience est aussi liée à la vigueur de la demande qui reste absente pour certains secteurs d'activité, tels que ceux liés aux biens de consommation. Cette spécificité de la diversification de l'industrie italienne explique en partie les différences observées avec la production industrielle d'autres pays européens en cette fin d'année.*

 **Italie : vers un gouvernement Draghi**

Après deux cycles de consultations et des rencontres avec les partenaires sociaux, la majorité de Mario Draghi se dessine. Seul *Fratelli di Italia* a annoncé qu'il ne ferait pas partie du gouvernement d'unité nationale. Le nouveau Premier ministre était également suspendu à la décision du Mouvement Cinq Etoiles, qui en dépit d'un accord de principe, a annoncé qu'il devait consulter sa base par un vote sur la plateforme Rousseau. Le vote s'est conclu par un oui à Mario Draghi, mais il l'emporte avec une courte majorité. Alors que le premier tour des consultations a permis de valider des accords de principe avec les différents partis, le second tour a été l'occasion pour Mario Draghi d'exposer les grandes lignes programmatiques de son gouvernement. La question d'un gouvernement technique ou politique est restée sans réponse, mais le nouveau Premier ministre a annoncé que le nouveau gouvernement sera « pro-européen » et à « forte vocation atlantiste ».

Les conférences de presse des membres des partis à la sortie des consultations ont également révélé les sujets clefs dont allait s'emparer le nouvel exécutif. La priorité ira à la campagne vaccinale, préalable à toute politique de sortie de crise. En accord avec les priorités du *green deal* européen, la question écologique sera au cœur de l'action gouvernementale. Un

ministère de la Transition écologique à l'image de ce qui se fait en Espagne et en France devrait voir le jour. L'objectif est d'accélérer le verdissement de l'économie en mettant l'accent sur l'investissement. Trois grands chantiers déjà présents dans les missions du plan de relance devraient retenir l'attention du nouvel exécutif à savoir la fiscalité, l'administration publique et la justice. La réforme fiscale devrait aller dans le sens de plus de progressivité de l'impôt, en mettant l'accent sur la lutte contre l'évasion fiscale. Cette proposition rejoint celle faite par le Parti Démocrate. La Ligue qui soutient l'idée d'une *flat tax* s'est dite tout de même prête à soutenir le gouvernement, si ce dernier s'engage à ne pas augmenter les impôts. La priorité sera mise également sur l'amélioration de l'efficacité de l'État, avec un focus tout particulier sur l'environnement des affaires. Enfin, Mario Draghi a fait remonter ses préoccupations quant à l'éducation en temps de crise qui devrait être adressée en priorité par le gouvernement avec des pistes telles que le prolongement de l'année scolaire pour pallier les heures perdues en raison de la crise de la Covid et la préparation de la rentrée de septembre.

Alors que la course au *totoministre* s'est poursuivie dans la presse, Mario Draghi a fait le choix de se tenir à l'article 92 de la Constitution qui prévoit que

la liste des ministres soit fixée par le Premier ministre et le président de la République, Sergio Mattarella. Mario Draghi devrait se présenter aujourd'hui ou demain au Quirinal pour dissoudre la réserve et dévoiler son équipe gouvernementale. Une fois que le Premier ministre aura prêté serment devant le président de la République il devra se présenter devant les chambres pour obtenir la confiance des députés et sénateurs. Le vote aura lieu dans le courant de la semaine prochaine. Partant des

accords de principe des différents partis, le gouvernement Mario Draghi pourrait rassembler la plus large majorité d'union nationale de l'histoire récente italienne. Avec le soutien du PD, de *Forza Italia*, Iv, Leu, auxquels s'ajoute le M5S et de la *Lega*, le nouveau gouvernement disposerait d'une majorité d'au moins 288 sénateurs (la majorité absolue est fixée à 161), et de plus de 580 députés sur les 629 qui composent la chambre.

**✓ Notre opinion** – *Mario Draghi s'est d'office positionné au-dessus de la mêlée, en coupant net à tous les jeux partisans, notamment dans les décisions concernant son nouveau gouvernement. Il bénéficie d'un accord somme toute fragile au regard de la largesse de la majorité et des dissensions qui la traverse. Il n'en reste pas moins qu'un premier cap a été franchi et qu'un gouvernement Draghi devrait devenir une réalité. Le futur Premier ministre a également démontré quelques bribes de son habileté politique avec l'annonce par la présidente de WWF de la création d'un ministère de la Transition énergétique, un coup de ponce implicite au M5S et surtout à Beppe Grillo qui a favorisé l'acceptation par les militants du M5S d'une participation au gouvernement.*

### Portugal : vers un long confinement général

Relativement épargné jusqu'à présent par la pandémie, le Portugal a fait face ces dernières semaines à une flambée des contaminations liée aux fêtes de fin d'année. Le taux d'incidence est monté à 850 pendant la première semaine de février. Officiellement, le bilan total de la pandémie est de 14 885 morts, dont plus de la moitié depuis le début de l'année seulement. Il y a quelques jours encore, cette partie de la péninsule ibérique enregistrait plus de 16 500 nouvelles contaminations par jour pour une population d'un peu plus de 10 millions d'habitants. La situation s'est améliorée depuis (+3 280 cas dans les dernières 24 heures), mais l'accalmie n'est pas encore arrivée jusqu'aux

hôpitaux, toujours surchargés. L'explosion des cas de coronavirus a provoqué une saturation des hôpitaux portugais, avec un pic de près de 7 000 malades hospitalisés et un taux d'occupation des lits de soins intensifs alloués aux patients Covid qui a atteint les 90%. Le variant britannique (plus transmissible) a été de plus en plus détecté au Portugal ces dernières semaines. De plus, le système de santé est en manque de personnel, avec plus de 22 000 travailleurs de la santé au Portugal ayant été testés positifs à la Covid depuis le début de la pandémie. Plus de 10 000 sont actuellement infectés et incapables de travailler.

**✓ Notre opinion** – *Le 15 janvier, le gouvernement a imposé un confinement national, suivi, une semaine plus tard, par la fermeture des écoles. Cela comprend les fermetures de services non essentiels, tels que les gymnases, les salons de coiffure et les musées. Des restrictions limitées sur les voyages internationaux ont également été adoptées. Au Portugal, l'approche proactive au début de la pandémie est désormais devenue réactive ces dernières semaines. Le gouvernement a déclaré cette semaine que le Portugal devra probablement rester confiné jusqu'à la mi-mars, afin de ramener le taux d'incidence du Coronavirus et le nombre de malades en soins intensifs à des niveaux « confortables » (il faudrait un confinement de 60 jours, à compter du 15 janvier, pour que l'incidence baisse à 60 cas pour 100 000 habitants en cumulé sur quatorze jours).*

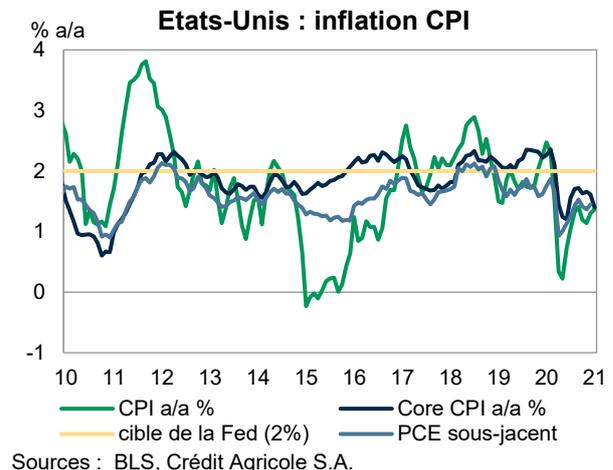
*Le déploiement du vaccin progresse lentement : lors de l'annonce du plan de vaccination le 3 décembre 2020, le gouvernement portugais espérait terminer la première phase de vaccination à la fin du mois de mars. Aujourd'hui, on estime que le Portugal ne passera à la deuxième phase de son plan qu'au mois d'avril. À ce jour, 415 283 doses de vaccins ont été administrées au Portugal (298 724 premières doses et 116 559 deuxièmes doses).*

## États-Unis

### 👉 États-Unis : décélération surprise de l'inflation sous-jacente en janvier

L'indice CPI des prix à la consommation a progressé de 0,3% en variation mensuelle au mois de janvier, après +0,2% en décembre. Ce rebond reflète la hausse des prix de l'énergie (3,5%), elle-même tirée principalement par les prix de l'essence (en hausse de 7,4%). Contrairement aux anticipations, le taux d'inflation CPI est resté stable à 1,4%, en raison d'une décélération surprise de l'inflation sous-jacente. Mesurée par le CPI hors produits alimentaires et énergie, celle-ci est passée de 1,6% à 1,4%, un plus bas depuis le mois de juin (lorsqu'elle se situait à 1,2%). L'indice correspondant a été stable sur le mois de janvier, des hausses des prix des vêtements (2,2% sur le mois), des services de médecine (1,6%), de l'assurance automobile (1,6%), ayant été compensées par des baisses des prix dans les loisirs (-0,6%), des voitures et des camions d'occasion (-0,9%), des tarifs aériens (-3,2%) et des nouveaux véhicules (-0,5%). En particulier, l'inflation des services a chuté fortement (passant de 1,6% à 1,3% pour l'indice des services hors services d'énergie).

Parmi les indices qui enregistrent les plus fortes baisses sur un an, on note les services de transport (-4,1%), reflétant une baisse des tarifs aériens de 21,3%. On observe également une modération continue de l'inflation des loyers (à 2,1% pour la résidence principale), un plus bas depuis 2011.



**👍 Notre opinion** – Nous anticipons une forte hausse du taux d'inflation au deuxième trimestre, qui toutefois ne devrait être que temporaire. Des effets de base (les prix avaient fortement baissé à la même période il y a un an) devraient pousser l'inflation CPI légèrement au-dessus de 3%, avec une inflation sous-jacente à près de 2,5%. Au cours du second semestre, l'inflation devrait reculer à nouveau et être proche de 2% pour l'inflation totale et de 1,8% pour l'inflation sous-jacente.

L'évolution de la mesure d'inflation préférée de la Réserve fédérale, le déflateur des dépenses de consommation PCE, devrait suivre la même trajectoire que l'inflation CPI motivée par les mêmes effets de base. Elle devrait culminer à 2,5% en avril, avant de tomber sous les 2% au cours de la seconde moitié de l'année. Le taux d'inflation sous-jacente mesurée par le core PCE, devrait quant à lui, atteindre 2,2% en avril-mai et baisser ensuite pour s'établir à 1,7%-1,8% en fin d'année.

Étant donné le caractère transitoire de ce rebond et en ligne avec la nouvelle forward guidance de la Réserve fédérale visant à encourager un dépassement modéré de la cible pendant « un certain temps », la Banque centrale devrait l'observer sans réagir. Le dot plot de décembre (répartition des voix au sein du FOMC des anticipations de la fourchette cible des taux des fed funds) suggère, en effet, que la Fed n'envisage pas de resserrement de ses taux avant 2024.

## Royaume-Uni

### Royaume-Uni : une croissance plus forte que prévu au T4 en partie due au Brexit

La croissance de l'économie britannique a surpris fortement à la hausse au quatrième trimestre 2020. Malgré le resserrement des restrictions à la vie sociale dans l'ensemble du pays, dont notamment la mise en place d'un deuxième *lockdown* en Angleterre, le PIB a continué de croître avec une variation de 1% sur le trimestre, après +16,1% au troisième trimestre. Dans notre scénario de décembre, nous tablions sur une contraction de l'ordre de 2%, en ligne avec l'estimation de la BoE à ce moment-là. Le résultat est ressorti supérieur à la récente révision par la BoE de sa prévision à +0,5% et à celle du consensus (+0,5% également). Sur l'ensemble de l'année, le PIB s'est contracté de 9,9% (notre prévision était de -11,1%), sa pire performance historique. À la fin de l'année 2020, le PIB se situe 7,8% sous son niveau du quatrième trimestre 2019.

### Une croissance soutenue par du restockage massif en amont du Brexit...

L'analyse des composantes du PIB par dépenses montre que la croissance a été tirée par une constitution de stocks exceptionnellement élevée : les variations de stocks ont contribué pour 1,7 point de pourcentage à la croissance sur le trimestre, du jamais vu depuis le deuxième trimestre 2012. Les préparatifs des entreprises dans le cadre du *Brexit* expliquent sans doute en grande partie ce restockage massif : les enquêtes PMI montraient de fortes constitutions de stocks soutenant l'activité dans l'industrie à l'approche de la fin de la période de transition le 31 décembre dernier. En effet, la production a crû de 3,3% dans le secteur manufacturier. Si la hausse a été relativement généralisée à travers les sous-secteurs manufacturiers, on observe le plus fort rebond dans la production de matériel de transport (11,5%). Le secteur de la chimie enregistre également un rebond significatif (7,1%) qui semble s'expliquer par la forte demande de tests et de produits de traçage dans la lutte contre le coronavirus.

### ... Mais pénalisant le solde extérieur

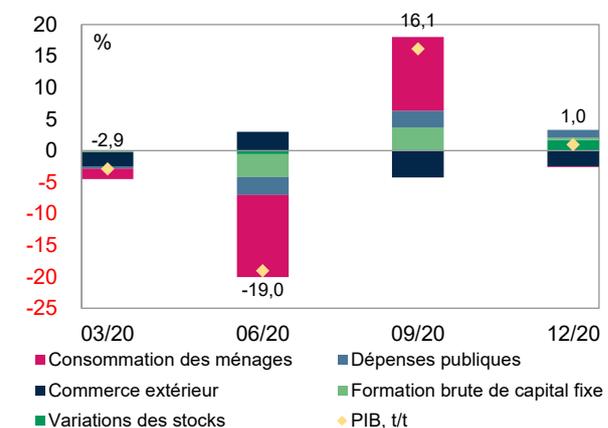
En ligne avec le mouvement positif sur les stocks, les importations ont crû fortement (8,9% sur le trimestre), soutenues notamment par les importations de marchandises (14,1%). En ligne avec le constat fait sur la production industrielle, le Royaume-Uni a importé en plus grandes quantités des machines et équipements de transport, ainsi que des produits médicaux et pharmaceutiques. Le fort rebond des importations sur le trimestre s'est accompagné par une quasi-stabilité des exportations (+0,1%). Celles-ci s'expliquent par une faiblesse des exportations de services (-9,2% sur le trimestre). En conséquence, le solde extérieur a contribué négativement (-2,5 points de pourcentage)

à la croissance sur le trimestre. Le déficit commercial (en biens et services) a augmenté de 13,6 milliards de livres sur le trimestre pour s'élever à 3,2% du PIB (depuis 0,7% du PIB au troisième trimestre).

### La consommation privée a résisté mieux que prévu aux restrictions sociales

Malgré les restrictions à l'activité sociale en place pendant la majeure partie du trimestre, la consommation des ménages n'a baissé que de 0,2%, après une hausse de 19,3% au troisième trimestre. La fermeture des magasins non-essentiels en novembre a naturellement provoqué une baisse des dépenses dans la restauration et l'hôtellerie (-20%) mais aussi des ventes au détail (-0,4%), dont la chute a été concentrée au mois de novembre. En comparaison, lors du premier confinement, la consommation des ménages avait baissé de 2,7% au premier trimestre et de 21% au deuxième trimestre. La relative bonne tenue au quatrième trimestre semble concerner de nombreux postes de dépenses : on constate notamment une hausse des dépenses en vêtements (+0,7%, contre -22,4% au deuxième trimestre), celle en services et biens d'équipement ménagers (+0,8%, contre -4,9%), en loisirs et culture (+2,9%, contre -18,7%). Le contraste le plus marqué concerne les dépenses en transport (+5,9%, contre -56,2% au deuxième trimestre).

R-U : croissance du PIB trimestrielle



Sources : ONS, Crédit Agricole S.A.

### La consommation publique a été le deuxième plus gros contributeur

La consommation publique a également fortement soutenu l'activité avec une contribution de 1,3 point de pourcentage à la croissance du trimestre. Elle a augmenté de 6,4%, après 12,9% au troisième trimestre. Cela reflète de fortes dépenses dans le secteur de la santé (+17,2% en termes nominaux), en raison des efforts de la lutte contre la pandémie (notamment l'activité de tests et de traçage), mais aussi une poursuite de la reprise dans l'éducation.

### L'investissement productif reste faible

Enfin, du côté de l'investissement, après un bond de 14,5% au troisième trimestre, l'investissement productif a ralenti à 1,3%, apportant ainsi 0,1 point de pourcentage à la croissance trimestrielle du PIB. Il demeure 10,3% sous son niveau de fin 2019. Selon les enquêtes de la BoE, la croissance de l'investissement productif reste faible en raison de l'incertitude entourant les perspectives économiques et la situation financière des entreprises et se limite

au renouvellement des équipements essentiels et à de l'entretien. *A contrario*, l'investissement public a augmenté de 5,7% et a contribué pour 0,2 point de pourcentage, tandis que l'investissement résidentiel a été quasi-stable (0,1%).

Au total, l'ensemble des trois principaux secteurs d'activité ont connu une expansion au quatrième trimestre : les services, qui constituent les trois quarts du PIB, ont progressé de 0,6% ; la production industrielle a crû de 1,8% et la construction de 4,6%.

**☑ Notre opinion** – *Trois facteurs semblent expliquer la bonne surprise de la croissance britannique du quatrième trimestre :*

- 1 - *La consommation privée a mieux résisté aux mesures de distanciation sociale. Les baisses des dépenses n'ont finalement concerné que les secteurs directement impactés par la fermeture des activités non-essentiels. Les restrictions à la mobilité et à l'activité sociale ont été moins strictes qu'au printemps, les écoles ayant été laissées ouvertes et les mesures assouplies en décembre (ce qui a permis un léger rebond du PIB en décembre de 0,4%). Le gouvernement a aussi étendu ses aides aux entreprises et à l'emploi avec un prolongement jusqu'en avril du dispositif de chômage partiel.*
- 2 - *Le secteur public a soutenu significativement l'activité aussi bien à travers les dépenses de consommation qu'en capital.*
- 3 - *Le Brexit a eu un effet temporaire positif à travers la constitution de stocks en amont de la sortie du Royaume-Uni du marché unique et de l'union douanière.*

*La mise en place début janvier du troisième lockdown national en Angleterre (initialement censé durer jusqu'à mi-février, il a été étendu jusqu'au mois de mars) et l'aggravation de la crise sanitaire devraient conduire à une contraction du PIB au premier trimestre (la BoE prévoit une baisse de 4% sur le trimestre). À la différence du mois de novembre, la fermeture concerne les écoles, ce qui devrait conduire à un repli plus important de la consommation privée. En outre, le Brexit va peser sur l'activité : la constitution de stocks ayant précédé la fin de la période de transition va s'inverser et les exportations vont chuter avec la mise en place des contrôles douaniers. L'introduction de barrières réglementaires a par ailleurs dû continuer à peser sur l'investissement des entreprises. Des rapports de presse signalent un réaménagement des chaînes de production des entreprises exportatrices au détriment du Royaume-Uni vers les pays de l'UE, mais aussi un déplacement des activités dans les services financiers vers les places européennes au détriment de la City.*

## Pays émergents

### Le chiffre de la semaine



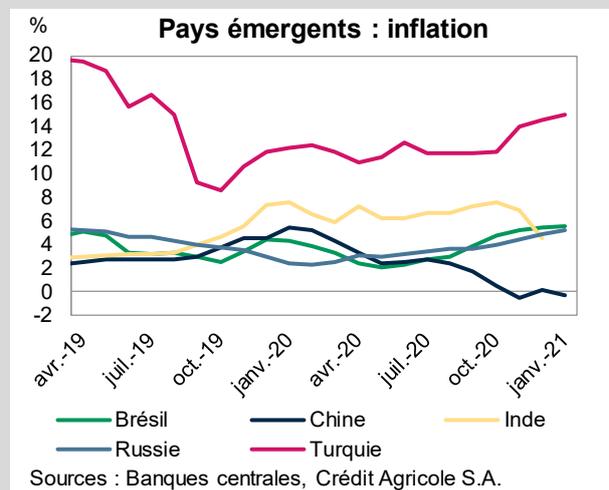
#### Inflation : un pilotage très délicat

Dans une période où l'incertitude de scénario économique global est extrême et structurelle, à cause des questions sanitaires, les trajectoires des prix sont des signaux importants de la façon dont les économies et les gouvernements réagissent aux chocs cumulés d'offre et de demande de 2020 – qui vont encore se déployer en 2021, même de façon parfois moins apparente.

#### Une crise Covid qui se caractérise par des difficultés de prévisions de la demande globale et un déséquilibre offre-demande difficile à piloter dans tous les pays

Les évolutions des prix ne sont jamais faciles à analyser, encore moins avec une crise qui se traduit par un déséquilibre offre-demande rendant le pilotage de la reprise très compliqué pour tous les gouvernements. Cela est valable pour les pays émergents comme pour les pays développés, mais **une chose est certaine dans l'univers émergent : les trajectoires de prix s'écartent entre des pays confrontés à des tensions inflationnistes élevées, voire trop fortes (Turquie, Russie, Brésil), et ceux qui, au contraire, sont en désinflation (Inde), voire en déflation (Chine)**. Comme pour la performance économique globale, un effet zone commence aussi à marquer l'univers de prix des émergents, avec une Amérique latine plus inflationniste que l'Asie.

**Traditionnellement, la structure des prix des pays moins développés exprime beaucoup plus et beaucoup plus vite les distorsions globales d'offre et de demande sur les prix de l'énergie, des produits alimentaires et des matières premières en général** : cela occupe une proportion plus importante de leur indice de prix. Aujourd'hui, ces pays, et surtout les plus pauvres, sont donc très sensibles aux évolutions de prix globales qui sont exceptionnellement difficiles à prévoir en raison de l'incertitude sur la demande ; mais aussi des décisions de stockage ou de contrôle des prix de beaucoup de gouvernements – qui tentent de protéger à leur fois leurs rentes extérieures et les approvisionnements nationaux.



#### La question essentielle des matières premières et des prix agricoles

L'énergie reflète évidemment tout cela. Si la hausse actuelle des prix du pétrole ouvre des marges de manœuvre aux pays producteurs, elle crée aussi des pressions sur les indices de prix des importateurs (Turquie par exemple). Les céréales ensuite, dont la hausse en 2020 – selon l'indice de la FAO, huit mois d'augmentations mensuelles successives, soit un record pas atteint depuis 2014 – a joué un rôle important pour les prix de beaucoup de pays émergents. Les chocs climatiques sur les récoltes de l'hémisphère nord, mais aussi les achats massifs de maïs par la Chine pour son secteur porcin se sont répercutés sur le blé. Le prix de ce dernier va également être impacté par la nouvelle politique de taxes russes à venir sur les exportations de céréales, ainsi que par les quotas d'exportations que beaucoup appliquent pour préserver leurs approvisionnements intérieurs (Ukraine, Pakistan etc.).

**L'évolution des prix alimentaires pour 2021 va donc être cruciale pour beaucoup de pays émergents dans une crise dont une des caractéristiques très forte est le creusement des inégalités et la paupérisation brutale des plus démunis et des classes moyennes basses.** L'évolution des prix alimentaires va même être essentielle pour la cohorte des pays moins avancés, mais aussi les populations pauvres des pays dits avancés – ne pas oublier le surgissement des questions de risques alimentaires aux États Unis par exemple. Donc, derrière les prix alimentaires, ne pas oublier non plus les risques politiques, si les gouvernements ne réagissent pas assez vite...

**En Inde, où cette évolution des prix alimentaires marque beaucoup l'indice de prix tout comme la situation politique, alors que l'inflation fluctuait autour de 7% depuis la fin de l'année 2019, un niveau élevé par rapport à son niveau habituel, un mouvement de stabilisation, puis de baisse graduelle semble cependant s'enclencher depuis deux mois.** Cette tendance reste encore à confirmer, car elle repose principalement sur les composantes les plus volatiles de l'indice (prix énergétiques et alimentaires), mais fait les affaires de la Banque centrale, qui doit composer depuis huit mois avec des taux d'intérêt réels très négatifs (taux directeur à 4%).

#### **Des singularités nationales expliquent aussi l'écartement des tendances**

**La première question est évidemment celle des nouvelles vagues épidémiques**, sensible au Brésil et Europe centrale par exemple. **En Chine, les célébrations du Nouvel An chinois, période traditionnelle de forte consommation, devraient cette année être limitées par les questions sanitaires** : alors que le gouvernement a encouragé les travailleurs migrants à ne pas rentrer dans leur famille pour limiter le nombre de déplacements, des restrictions pèsent toujours sur les rassemblements (pas de réunion de plus de dix personnes au restaurant ou chez soi). Dans cette ambiance peu festive, le retournement des courbes de consommation et d'inflation n'est pas pour tout de suite. **De fait, la Chine est de nouveau entrée en territoire déflationniste en janvier** : pour la première fois depuis plus de dix ans (novembre 2009), l'inflation sous-jacente est elle aussi en contraction, signe que le déséquilibre offre/demande se poursuit et se renforce, la baisse des prix ne pouvant être uniquement attribuée aux composantes les plus volatiles (énergie et denrées alimentaires, viande de porc notamment).

**La politique monétaire menée pendant la Covid explique aussi les divergences, notamment à cause de politiques très actives de crédit et de création monétaire.** En Turquie, le plan de soutien de l'économie s'est traduit par une très forte accélération du crédit au deuxième trimestre, accélération que la nouvelle équipe de la Banque centrale essaie aujourd'hui de limiter, dans le cadre de sa mission plus globale, qui consiste à restaurer la transparence et les équilibres financiers du pays. **L'évolution des taux de change marque enfin les indices de prix avec de l'inflation importée**, qui se transmet cependant aux indices avec un délai différent selon les pays. On retrouve dans cette catégorie la Turquie, le Brésil, ou la Russie, dont les taux de change ont été chahutés en 2020, pour des raisons différentes.

**Enfin, l'inflation des pays émergents révèle les différences de structures productives et de marché du travail.** Ainsi, la pression par les coûts pousse très vite les prix à la hausse en phase de reprise, surtout dans les pays marqués par le sous-investissement. Des ruptures de production pointent sporadiquement dans certains pays, et la Russie, par exemple, a dû contrôler les prix et les approvisionnements en sucre et en huiles végétales.

**Au final, la situation est donc très compliquée pour les Banques centrales des pays émergents, encore bien plus que pour les pays développés, car la question de la « normalisation économique » (c'est-à-dire la sortie des mesures exceptionnelles) se pose plus vite, la marge de manœuvre en terme d'endettement et de support de l'économie étant moindre.** Rappelons que pour les émergents, l'univers de la dette est resté le même, les contraintes ne se sont pas détendues, et la crise n'a pas ouvert les possibilités d'évolutions dans la pensée économique qu'elle stimule actuellement dans les pays développés. Les Banques centrales sont donc confrontées, et elles vont le rester longtemps, à l'arbitrage classique entre limiter la hausse des prix et ne pas casser la reprise, mais cela, dans un contexte de chômage en hausse, de marchés des changes très volatils, et de paupérisation accélérée des populations les plus pauvres - qui sont les plus sensibles à la hausse des prix. **Il va falloir être très habile pour piloter la reprise sans casser les investissements et la croissance potentielle à long terme, ni rompre les fragiles équilibres politiques...**

Asie

**Hong Kong : une reprise lente et hétérogène**

L'économie hongkongaise a connu en 2020 sa deuxième année de récession et enregistré une contraction de 6,1%. Un résultat certes supérieur aux prévisions de FMI (-7,5%) mais qui n'en reste pas moins très inhabituel pour cette économie.

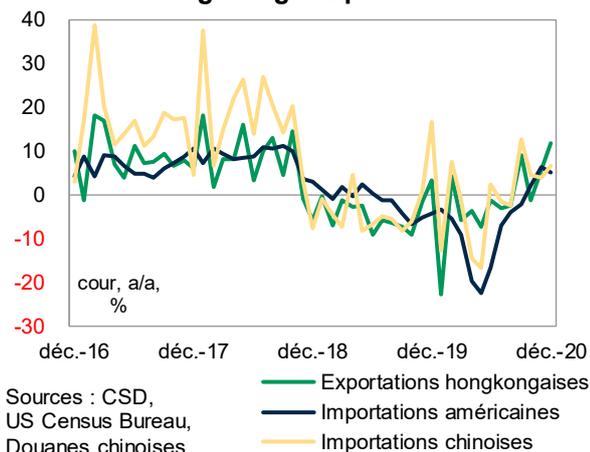
Les données agrégées définitives ne sont pas encore disponibles pour l'année, seule l'estimation du PIB du quatrième trimestre 2020 ayant déjà été publié, mais les chiffres disponibles font état d'une reprise graduelle en K, avec de très nettes disparités suivant les secteurs. L'activité aurait ainsi progressé de 0,2% au quatrième trimestre par rapport au T3, mais resterait en contraction en glissement annuel (-3%).

**Le commerce extérieur de biens et de services financiers tire la reprise...**

Après un deuxième et un troisième trimestre difficile, les exportations hongkongaises ont redémarré, portées par le secteur industriel chinois (60% des exportations sont en réalité des réexportations depuis la Chine continentale) et la reprise américaine.

Les activités liées au statut de place financière de Hong Kong se portent également bien. Les établissements financiers ont ainsi enregistré des flux de capitaux entrants record, notamment *via* le *Southbound South Connect*, qui relie les places de Shanghai et Hong Kong, preuve que l'État-cité joue toujours son rôle d'intermédiaire entre la Chine et le reste du monde. Ces flux ont soutenu le dollar hongkongais qui reste dans le haut de sa bande de flottement.

**Hong Kong : exportations**



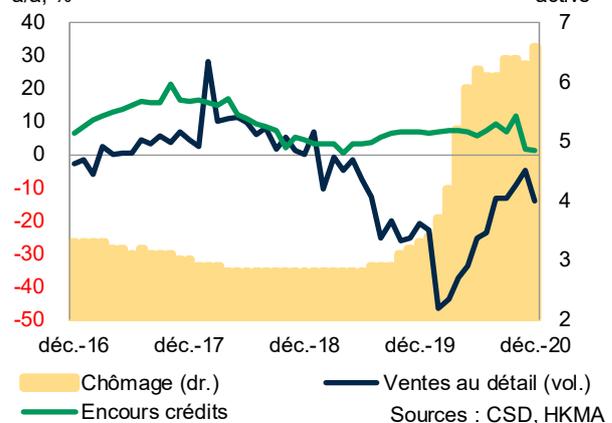
**... La consommation et l'investissement domestiques toujours en repli**

À court terme, la reprise du commerce extérieur de biens et de services financiers est toutefois insuffisante pour sauver l'économie dans son ensemble. Elle vient même accentuer la dualité du modèle de

croissance hongkongais, segmenté entre les employés internationaux protégés des secteurs financiers et les travailleurs plus pauvres des services domestiques.

L'évolution du taux de chômage illustre cette dualité : alors que son niveau dans les secteurs de la banque, de l'assurance et de l'immobilier est resté sensiblement le même qu'avant la crise (autour de 4%), il atteint plus de 10% dans les secteurs de la construction, du commerce de détail, de l'hôtellerie et de la restauration.

**Hong Kong : chômage, crédit, ventes au détail**



Il faut dire qu'avec une baisse des arrivées touristiques de 99,7% en 2020, le secteur des ventes au détail est particulièrement touché et n'a plus montré de signe de croissance depuis février 2019. Le niveau des ventes au détail s'établit ainsi autour de celui de 2011.

La hausse du chômage dans le secteur de la construction illustre quant à elle le ralentissement des investissements, en particulier dans le secteur immobilier non résidentiel. Les loyers de l'immobilier commercial affichent ainsi une baisse d'environ 20% par rapport au pic de 2019. Et seule la forte pression démographique, incarnée par la pénurie chronique de logements, a empêché le secteur résidentiel de suivre la même trajectoire.

Mais si les prix de l'immobilier résidentiel n'ont baissé que de 7% en 2020 – ce qui constitue toutefois une première pour ce marché –, la fin de l'histoire n'est pas encore écrite, les analystes de S&P s'attendant ainsi à ce cette baisse se poursuive en 2021, surtout si l'activité touristique ne reprend pas. L'analyse des crises passées nous enseigne ainsi que les effets d'hystérèse sont particulièrement forts sur les marchés de l'emploi et peuvent engendrer des effets de second tour, notamment sur l'immobilier.

La question globale de l'investissement est également cruciale, car le renversement de la tendance avait commencé dès la fin 2018, avant le début des

manifestations. La contribution de l'investissement à la croissance est ainsi négative depuis huit trimestres consécutifs et illustre le comportement attentiste

des investisseurs, dans un climat de tensions géopolitiques accru.

**Notre opinion** – Dans ce contexte en demi-teinte, où les gains des marchés sont encore loin de se refléter dans les chiffres de l'économie réelle, la présentation du budget du territoire, qui doit avoir lieu fin février, est particulièrement attendue.

Les autorités hongkongaises n'avaient pas hésité en avril dernier à débloquer un vaste plan de soutien à l'économie, qui a conduit à atteindre un déficit record de 300 milliards de dollars hongkongais, soit plus de 13% du PIB. L'exécutif a déjà laissé entendre que le budget 2021/2022 serait un budget contra-cyclique, qui viserait à accompagner la reprise, tout en soutenant les secteurs les plus exposés. Hong Kong dispose toujours de réserves budgétaires représentant environ 35% du PIB.

La deuxième clé sera bien sûr de réussir la campagne vaccinale, afin d'engager au plus vite la réouverture des frontières. Trois vaccins ont été approuvés jusqu'à présent : Pfizer-BioNTech, AstraZeneca-Oxford et Sinovac. Le début de la campagne a été lancé en février, en commençant par le personnel soignant et les résidents de plus de quatre-vingt-cinq ans, mais celle-ci ne devrait pas être bouclée avant le dernier trimestre 2021, selon plusieurs experts.

Comme en Chine, les célébrations du Nouvel An avec parades et grands rassemblements devront encore attendre.

## Moyen-Orient et Afrique du Nord

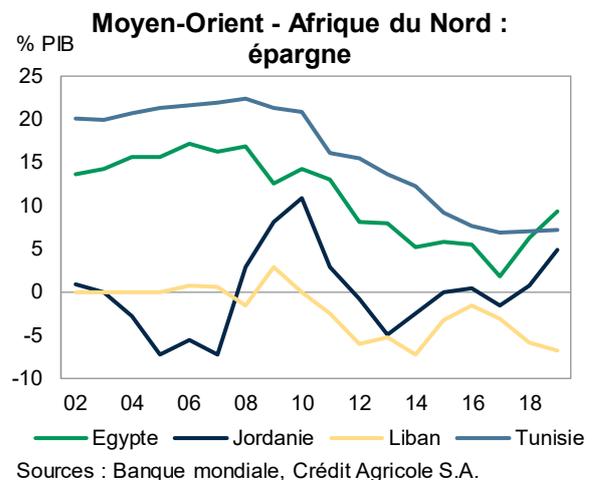
### Moyen-Orient & Afrique du Nord : chute de l'épargne dans les pays les plus fragiles

La Banque mondiale publie chaque année des statistiques d'épargne brute domestique par pays (c'est-à-dire le PIB, la richesse nationale produite dans l'année moins la consommation totale). Qu'elle soit celle des ménages, des entreprises ou de l'État, l'épargne mesure le taux de croissance de la productivité et celle des revenus, elle est par ailleurs corrélée au taux d'investissement. La principale source d'épargne est généralement celle des ménages, sauf dans les pays rentiers, producteurs de matière première comme le pétrole, où c'est souvent l'État qui est le principal épargnant.

Calculée en pourcentage du PIB, cette statistique est souvent peu étudiée, voire commentée. Elle illustre pourtant la paupérisation éventuelle des populations, lorsque l'épargne chute.

Au Moyen-Orient et en Afrique du Nord, le taux d'épargne moyen des pays pétroliers s'établit à 39% du PIB, un taux très supérieur aux pays d'Europe (qui oscille entre 15% et 25% selon les pays) et un peu supérieur à celui de la Russie (32%). Une exception dans ce panorama plutôt favorable, l'Irak a vu son épargne chuter en dix ans de 52% à 14% du PIB en 2019, compte tenu des conflits internes qui déchirent le pays.

Pour les pays non pétroliers, Israël et le Maroc ont des taux d'épargne de 23% du PIB, très stables depuis de nombreuses années et dans la moyenne mondiale. Ces taux témoignent d'une capacité correcte d'investissement et d'une politique monétaire stable, où l'épargnant peut orienter ses stratégies à moyen et long termes.



En revanche, quatre pays de la région ont un taux d'épargne très bas, voire négatif : la Tunisie, l'Égypte, la Jordanie et le Liban. Pour les deux premiers (Tunisie et Égypte), le taux a beaucoup chuté depuis les révolutions de 2011 et les perturbations politiques et économiques qui ont suivi. Cette baisse illustre la paupérisation des populations qui n'arrivent plus à épargner, compte tenu du chômage ou qui surconsommant dans la crainte d'une dépréciation monétaire à venir. C'est notamment le cas en Égypte, où ce taux se redresse après la forte dévaluation de la livre en 2017. Les taux d'épargne respectifs de 7% et 9% du PIB fin 2019 restent manifestement très insuffisants pour réduire la pauvreté et pouvoir envisager un développement économique serein à moyen terme. La Jordanie et le Liban ont eu des taux d'épargne négatifs pendant

de nombreuses années et sont clairement fragilisés par la situation actuelle.

**✓ Notre opinion** – *Alors que l'Égypte et la Jordanie semblent prendre un chemin de redressement un peu poussif avec des taux d'épargne qui remontent un peu, mais restent très en deçà des normes pour des pays en développement où un taux de minimum 20% serait convenable, les inquiétudes restent fortes sur la Tunisie et le Liban. Dans ces deux pays, l'explosion du chômage va contribuer à paupériser les populations les plus fragiles et tant les entreprises que l'État surendetté ne peuvent servir de relais à la chute constatée depuis une dizaine d'années.*

**👉 Liban : toujours pas de contrôle des changes ni de dévaluation de la livre**

La Banque centrale du Liban et son gouverneur, Riad Salamé, sont au cœur d'une enquête de la part de la justice suisse concernant d'éventuels détournements de fonds à leur profit et donc au détriment des Libanais. Parallèlement, les autorités monétaires du pays n'ont toujours pas mis en place de contrôle officiel des changes et aucune loi n'a été votée au Parlement. Elles ont « délégué » aux banques commerciales (l'Association des Banques libanaises) cette tâche, sans que les règles soient bien établies et laissant une marge d'appréciation aux établissements. En ce qui concerne les cabinets d'audit nommés par l'État pour enquêter sur la

gestion de la politique monétaire, l'un a démissionné et les autres se plaignent de ne pouvoir mener leur mission à bien, en l'absence de certains documents non transmis. Du côté du régime de change, celui-ci est lui-même dans une sorte de flou juridique. Des taux de change multiples sont en vigueur. La livre n'est pas officiellement dévaluée et sa parité reste à 1 507 par dollar pour les comptes publics, mais passe à 3 900 pour les banques et les officines de change, et à environ 8 500 sur le marché noir. Certains organismes, par ailleurs, offrent des taux qui leur sont propres.

**✓ Notre opinion** – *Le brouillard juridico-financier semble sciemment organisé pour favoriser les manipulations et les malversations de toutes sortes en favorisant les profiteurs qui, dans le passé, ont bénéficié des défaillances de surveillance du système. Le parallèle établi entre les enquêtes visant le gouverneur et la déliquescence totale de la politique monétaire depuis un an et demi en disent long sur l'état de délabrement des institutions libanaises.*

*Le risque d'ouverture d'une boîte de Pandore est élevé, car la Banque centrale et les banques commerciales sont au cœur des informations sur la corruption institutionnelle généralisée dans le pays, faisant craindre un grand soir de la corruption des élites qui rendrait encore plus furieuse la population libanaise. Le clientélisme et la corruption se sont accentués depuis le défaut souverain, ce qui renforce la défiance des bailleurs de fonds internationaux, peu disposés à soutenir un pays à la dérive.*

**Europe centrale et orientale, Asie centrale**

**👉 Pologne : des dégâts limités mais des enjeux de taille**

Suite à la forte baisse d'activité en 2020, ce sont les dépenses publiques qui limitent largement la casse. Par ailleurs, la relativement bonne situation des indicateurs macro-économiques d'avant-crise a permis au pays, d'une part, de mieux résister et, d'autre part, de pouvoir financer des politiques de soutien. Toutefois, à la fin de l'année, on devrait se retrouver avec un déficit budgétaire d'environ 9% du PIB, une hausse de presque 15 points de PIB de la dette publique (64% en 2020, contre 50% en 2019).

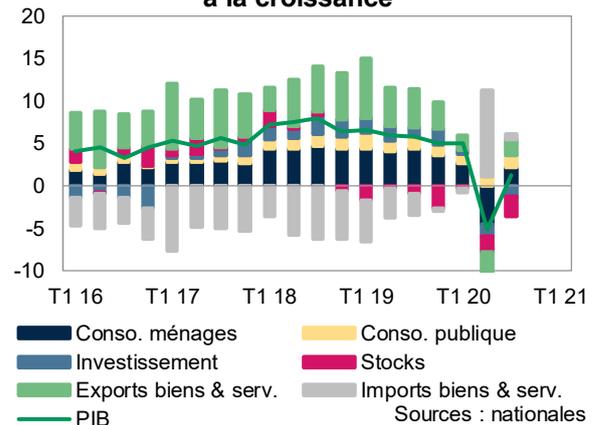
En revanche, l'accord enfin trouvé sur les fonds de relance européens va largement bénéficier à la Pologne qui devrait recevoir d'importants flux d'investissements à partir de 2022. Les perspectives de croissance du PIB s'établissent à 3,6% en 2021

(en raison de la prolongation de l'épidémie et des mesures restrictives) et à 4,9% de hausse en 2022, grâce en partie à l'aide européenne à venir. La situation politique demeure fragile, avec à la fois un mécontentement de la population et une fragilisation de la coalition politique en place.

Dès 2022, l'économie polonaise devrait retrouver à peu près ses bases assez solides d'avant-crise. En revanche, dans une perspective de plus long terme, les problématiques resteront les mêmes, notamment en termes de potentiel ralenti de croissance : fort vieillissement démographique, émigration des jeunes, insuffisance d'investissements privés et de crédits alloués à la recherche et au développement (donc une contribution limitée de l'innovation à la

croissance). La croissance potentielle polonaise reste assez faible, autour de 2,5%. Cela pourrait faire une réelle différence et dynamiser ces perspectives serait un véritable virage énergétique qui attirerait des investissements assez importants pour un pays encore très dépendant de l'énergie fossile. Le gouvernement en est bien conscient et l'UE a voté des enveloppes assez substantielles pour la transition énergétique européenne. Il ne reste plus qu'à être éligible et attirer les investisseurs, ce qui n'est pas encore gagné pour la Pologne, mais l'opportunité est vraiment de taille.

**Pologne : contribution à la croissance**



**👉 République tchèque : une sévère deuxième vague pandémique qui fragilise la reprise**

Le pays a connu une très forte deuxième vague de Covid avec une explosion des chiffres. Il y a eu un confinement en fin d'année, mais cette fois-ci, contrairement au premier confinement, l'activité industrielle a été beaucoup moins touchée par les restrictions. Les exportations ont été très affectées, même si sur le solde courant (+3% du PIB) le déficit commercial n'est pas très visible en raison de la baisse des importations, mais surtout parce qu'il y a eu un peu de rapatriement de bénéfices des entreprises étrangères.

Globalement le pays se retrouvera avec une récession du PIB de 6%. Mais la reprise sera moins rapide que prévu (3% en 2021 et 4% en 2022) puisque, d'une part, la pandémie se poursuit et les vaccins ne seront pas disponibles assez rapidement pour tous. D'autre part, la Tchéquie bénéficiera dans une moindre mesure des enveloppes européennes 2021-2027, puisque son niveau de développement et de vie a bien augmenté, mais également en raison des changements des priorités de développement de l'UE.

**👉 Roumanie : les équilibres budgétaires déstabilisés par les décisions du passé**

Comme partout, les indicateurs macro-économiques se dégradent en Roumanie suite à la crise de la Covid, mais pas seulement. Les problématiques se multiplient suite aux décisions politiques et économiques parfois incohérentes des nombreux gouvernements qui se sont succédé (quatre en cinq ans). Il y a une forte instabilité politique et des difficultés à mener à bien des réformes. La crise de la Covid a particulièrement touché la consommation et les exportations (les principaux moteurs de croissance). La récession devrait atteindre 5,3% en 2020 et la reprise devrait se situer autour de 4%. Il y a eu une augmentation de l'endettement (46% en 2020, soit +10 points). Le solde budgétaire devrait se situer

autour de 9,5% du PIB. Le déficit courant s'établit autour de 5% du PIB et l'endettement externe est en hausse également (autour de 130% des exportations).

Le précédent gouvernement avait décidé une hausse de 40% des retraites, ce qui devrait encore plus aggraver le déficit budgétaire et la dette publique en 2021 (11% et 49% du PIB respectivement). Les aides européennes devraient en théorie aider le pays à stimuler les investissements, mais le taux d'absorption est très faible (autour de 30%) et les structures institutionnelles ont du mal à s'organiser pour mieux en bénéficier.

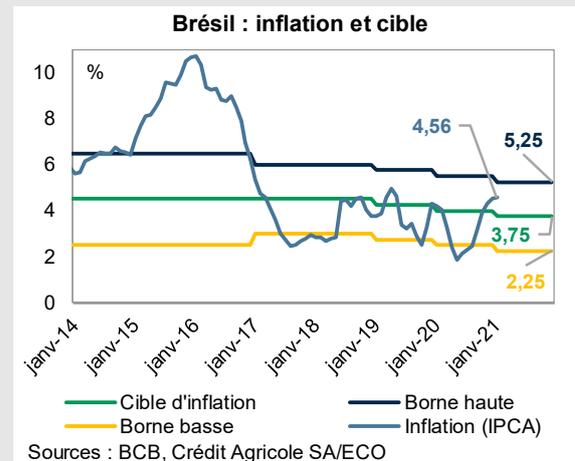
**Amérique latine**

**👉 Brésil : la quadrature du cercle**

L'inflation (IPCA) a augmenté de 0,25% au cours du mois de janvier, conduisant à un glissement annuel de 4,56% (4,52% en décembre). La hausse est essentiellement imputable aux prix alimentaires (en décélération sur le mois à 1%, mais en hausse sur un an de 14,8%) qui expliquent environ 90% de l'inflation enregistrée en janvier. À près de 4,6%,

l'inflation se redresse significativement ; elle est supérieure à la cible centrale de la Banque centrale (BCB ; 3,75%), mais encore contenue à l'intérieur de la bande. Les anticipations d'inflation pour 2021 se sont légèrement redressées pour atteindre 3,6% (hausse des prix des matières premières, taux de change toujours très déprécié).

**Notre opinion** – La deuxième vague de Covid-19 s'intensifie, le déploiement des vaccins est lent et la popularité du gouvernement en baisse. Alors que l'inflation, encouragée par la hausse du prix des matières premières, risque d'osciller autour de son niveau actuel, la dégradation inviterait au maintien de soutiens budgétaires propres à soutenir la croissance (prévue à 3,8% par la BCB qui estime la contraction du PIB en 2020 à 4,4%). Or, la majorité des mesures destinées à contrer les retombées de la pandémie (524 milliards de reais en 2020, soit 7% du PIB dont près de 56% au titre de l'aide d'urgence) a expiré fin décembre 2020. Alors que le principal taux d'intervention (Selic) a été réduit de 225 points de base depuis février 2020 (à 2% depuis août), le risque d'un resserrement monétaire précoce, au regard des risques qui planent sur la reprise, ne peut être exclu<sup>1</sup>. Le dilemme est cruel : ne pas baisser la garde et lutter contre une inflation loin d'être générée par un excès de croissance, tout en accompagnant la reprise au moment où les marges budgétaires sont plus qu'étroites.



La situation fiscale s'est évidemment sensiblement dégradée en 2020. Selon la BCB, le déficit primaire consolidé a atteint 9,5% du PIB en 2020, contre 0,8% du PIB en 2019 (en termes réels, hausse des dépenses et baisse des recettes de, respectivement, 31,1% et 13,5%). Le solde public total s'est établi à 13,7% du PIB (5,8% en 2019). Grâce à la baisse des taux d'intérêt, la charge de la dette (89,3% du PIB dont 37,9% à moins d'un an, après 74,3% du PIB fin 2019) se replie (de 5% du PIB à 4,2% du PIB). Par ailleurs, la croissance des dépenses est limitée par un plafond en termes réels (elle ne peut excéder le taux d'inflation de l'année précédente), une règle considérée comme le point d'ancrage budgétaire le plus efficace pour maintenir la dette fédérale sur une trajectoire « tenable ». Tout assouplissement du cadre fiscal est difficilement envisageable et devrait être habilement « packagé » pour ne pas déplaire aux marchés financiers<sup>2</sup>. Sauf à procéder à des réductions d'autres dépenses, le respect de cette contrainte laisse a priori peu (voire pas) de place pour un plan de relance dont, notamment, la prorogation de l'aide d'urgence.

Les vacances parlementaires ont pris fin, les discussions budgétaires vont reprendre et devront statuer sur l'aide fiscale à déployer. Le budget devrait être approuvé début mars. En dépit des contraintes, le Congrès examine une prolongation de l'aide d'urgence (600 reais comme en 2020 jusqu'en juin, puis 300 reais jusqu'en décembre). Le gouvernement « planche » sur une aide moins généreuse (en montant et en conditions d'éligibilité, son coût approcherait 0,25% du PIB). Une fois le budget approuvé, le Congrès devrait reprendre la discussion du programme de réformes. Les priorités des nouveaux présidents des deux Chambres se caleraient sur celles du gouvernement : loi d'urgence budgétaire (contrôle des dépenses, respect du plafond), réforme administrative (flexibiliser la structure des dépenses), réforme fiscale (augmentation des impôts et simplification du système fiscal). Le calendrier sera serré : la fenêtre propice à l'approbation de réformes potentiellement impopulaires au cours de l'année qui précède l'élection présidentielle est étroite.

<sup>1</sup> Le coût du crédit reste très élevé. La BCB dans son rapport de décembre note néanmoins que le cycle d'assouplissement monétaire a contribué à la réduction du coût moyen des prêts en cours à des creux historiques (17,3% en octobre). Si l'on considère les seuls crédits « non affectés » (*non-earmarked credits*), la baisse entre juillet et octobre était de 1,4 point de pourcentage à 24,4% (35,2% pour les ménages et 13,1% pour entreprises), un minimum historique.

<sup>2</sup> Une modification du plafond de dépenses exigerait une majorité qualifiée (60% des votes à la Chambre basse et au Sénat), loin d'être acquise, et serait très (vraiment très) mal accueillie par les marchés financiers. Le gouvernement pourrait recourir à un décret permettant au Congrès d'accepter des dépenses extraordinaires (cela prendrait la forme d'un « crédit extraordinaire », exclu du calcul du plafond de dépenses) : une solution plus simple, mais qui devrait être habillée pour ne pas être assimilée à un tour de passe-passe par les marchés. Enfin, dernière solution : l'extension de l'état d'urgence (qui permet de suspendre les règles budgétaires) en attendant que la pandémie se stabilise et que la vaccination soit déployée.

## Afrique sub-saharienne

### Restructurations : un candidat de plus et des positions qui s'éclaircissent

C'est officiel, après le Tchad et l'Éthiopie<sup>3</sup>, la **Zambie** a annoncé vouloir participer au cadre commun du G20 pour restructurer sa dette publique. Comme pour les autres pays, cette demande s'appuiera sur une analyse de soutenabilité réalisée par la Banque mondiale et le FMI, ainsi que sur des discussions au sujet d'un programme d'accompagnement du FMI qui devrait avoir lieu ce mois-ci. Le communiqué fait état de la volonté de profiter de la « large participation des créditeurs », ainsi que d'un engagement à « la transparence et l'égalité de traitement entre tous les créditeurs dans le processus de restructuration ». Cette demande est sans surprise, même si elle fait de la Zambie le pays détenteur d'eurobonds le plus important à entrer dans ce cadre commun, avec 3 milliards de dollars de titres obligataires en jeu.

Les agences de notation n'ont pas tardé à réagir à ces demandes de restructuration, notamment *via* la dégradation par Fitch de la note de l'**Éthiopie** à CCC, entraînant une nouvelle chute du cours de son eurobond (le Tchad n'est pas noté par les agences et la Zambie est déjà en situation de défaut). Pour l'agence de notation, la déclaration de novembre sur la participation de l'ensemble des créanciers doit être prise au mot, malgré les inconnues qui subsistent, et voit donc dans la participation éthiopienne un risque pour ses créanciers privés. Pour Moody's à l'inverse, l'incertitude est toujours de mise, d'autant plus que par leur faible poids dans la dette totale, les créanciers privés de l'Éthiopie auraient plus de chance d'être épargnés dans un calcul entre allègement de la charge de la dette et préservation de la réputation du pays.

La question est désormais de savoir si, malgré ces réactions, d'autres pays d'Afrique sub-saharienne s'engageront dans ce cadre commun ou si la réaction des marchés pourrait les en dissuader. Pour apporter un début de réponse, voici un panorama des pays les plus souvent cités comme des candidats potentiels au cadre commun du G20.

Dans une situation proche de celle de la Zambie, le **Mozambique** et la **République du Congo** pourraient chercher une restructuration, étant donnée la participation marginale du secteur privé à leurs finances externes. Ces pays sont néanmoins émetteurs d'eurobonds, les seuls en Afrique sub-saharienne jugés en situation de surendettement par le FMI, avec des dettes publiques supérieures à 100% de leur PIB en 2020. Le Mozambique a pu s'endetter à hauteur de 11 milliards de dollars (2019) en devises auprès de partenaires bilatéraux et multilatéraux, grâce aux promesses des revenus gaziers. Aujourd'hui le pays fait face à une insurrection débutée en 2017, précisément dans la région

où les investissements dans les hydrocarbures ont lieu. La situation sécuritaire s'est dégradée en 2020, au point de retarder l'un des projets en cours et de s'étendre à la Tanzanie voisine. Pour le moment, l'exploitation doit toujours commencer en 2024, grâce à pas moins de 54 milliards de dollars d'investissement (33 milliards de dollars pour le premier des deux projets). Quant au Congo, le pays subit la baisse des cours du pétrole, des infrastructures pétrolières vieillissantes et des institutions particulièrement faibles. Il est donc à ce jour l'un des pays de la région avec les perspectives de croissance les plus désastreuses.

Autre pays, le **Cameroun** a vu le cours de son unique eurobond d'une valeur nominale de 750 millions de dollars décrocher subitement, suite aux demandes tchadienne et éthiopienne de restructuration. Les inquiétudes sont motivées par une dette externe totale approchant les 40% du PIB et 2,8 fois les revenus d'exportation en 2020 (contre 37% et 4,4 fois les recettes d'exportation pour l'Éthiopie à titre de comparaison). Le pays devrait également souffrir de déficits jumeaux importants, chacun à hauteur de 7% du PIB, nourri par une chute des recettes publiques (14% du PIB en 2020, contre 16% en 2019). Ce recul est le résultat de la chute des cours du pétrole, mais aussi d'une difficulté à mobiliser des recettes hors pétrole. La forte instabilité politique, observée tout au long de l'année dans la région francophone du pays, finit de dresser un tableau rappelant la situation éthiopienne.

Deux autres pays font face à de fortes pressions sur leurs finances externes, mais comptent pour le moment sur le soutien de leurs créanciers bilatéraux dans le cadre de l'initiative sur la suspension du service de la dette (ISSD). Le premier, l'**Angola**, a notamment reçu pour 6,2 milliards de dollars d'allègement sur le service de sa dette sur trois ans auprès de deux créanciers, vraisemblablement chinois, permettant aux craintes de liquidité de court terme de s'éloigner. Le pays a également absorbé le choc provoqué par la chute des cours de pétrole (-40% sur les revenus d'exportation en 2020 selon le FMI) par la transition vers un régime de change flottant. Cela se fait au prix d'une très forte inflation (25% en 2020), particulièrement délétère pour les populations les plus vulnérables. Le retrait de la Banque centrale du marché du change devrait également lui permettre de renforcer ses réserves internationales et donc d'apaiser les craintes liées à une crise de liquidité. De plus, la consolidation fiscale engagée par le pays est jugée convaincante par le FMI, ce qui lui permet d'estimer la dette publique angolaise comme étant soutenable, malgré des risques qui demeurent élevés. Le second pays

<sup>3</sup> Cf. [Monde – L'actualité de la semaine du 5 février 2021](#)

dans cette situation, le **Kenya**, a bénéficié pleinement de l'ISSD entre janvier et juin 2021 (690 millions de dollars de paiements suspendus, soit 0,7% du PIB 2020) et pourrait en profiter d'autant plus si l'initiative est étendue sur l'ensemble de l'année 2021. Le pays a également reçu un soutien du FMI pour un montant de 739 millions de dollars en 2020 et serait en discussion avec le fonds pour entrer dans un programme de soutien plus large (2,3 milliards de dollars espérés). Ces soutiens et l'historique de collaboration entre le Kenya et le FMI permettent au pays de tempérer les inquiétudes, mais pas de dissiper le risque. En effet, la dette externe

totale devrait atteindre 42% du PIB et 3,8 fois les recettes d'exportation fin 2020. Le déficit du compte courant atteindrait 5,3% du PIB et le déficit fiscal 8,1%. S'ajoutent à ces inquiétudes les propos tenus fin janvier par le ministre des Finances et le gouverneur de la Banque centrale kenyane, selon lesquels le Kenya chercherait à « reconfigurer » sa dette externe. Le budget prévisionnel pour 2021 fait également état de la volonté du gouvernement de restructurer les dettes domestique et externe, pour en allonger la maturité afin d'atténuer les risques. Ce document mentionne également d'importants risques provenant de la dette des entreprises d'État.

**☑ Notre opinion** – *Avec la dégradation automatique de l'Éthiopie suite à sa demande de restructuration, le marché devrait se montrer particulièrement attentif aux signaux indiquant la volonté d'un pays d'en faire de même. Le risque serait de voir l'ensemble des émetteurs souverains sub-sahariens de nouveau coupés des marchés internationaux, comme au début de la crise sanitaire de la Covid-19.*

*Par l'émission d'un eurobond d'un milliard d'euros, la Côte d'Ivoire avait été le premier pays de la zone à retrouver un accès à ces marchés, suivi du Bénin (1 milliard d'euros). Selon Fitch, d'autres pays de la zone prévoient de retourner sur ces marchés en 2021, à l'image du Nigéria ou de l'Afrique du Sud pour refinancer leur dette externe arrivant à maturité.*

## Géo-économie

### Le projet Nord Stream 2 en suspens ?

Après une interruption longue de treize mois, la construction de la dernière tranche (moins de 150 kilomètres) du gazoduc Nord Stream 2 a repris fin janvier aux environs de l'île danoise de Bornholm et ce, malgré les sanctions américaines. Elle avait été suspendue en décembre 2019 après que le groupe suisse Allseas s'était retiré du projet en raison des menaces de sanctions américaines sous l'égide du *Protecting European Energy Security Act* (PEESA) pour 2019.

Nord Stream 2 est un gazoduc de 1 230 kilomètres d'une capacité annuelle de 55 milliards de mètres cube qui assure une liaison sous-marine entre la Russie et l'Allemagne *via* la mer Baltique, contournant l'Ukraine et la Pologne. Il suit le tracé du gazoduc Nord Stream 1, mis en service en 2012, et permettrait de doubler le volume de gaz russe livré vers l'Europe de l'Ouest. Exploité par Gazprom, le projet de 9,5 milliards d'euros est financé pour moitié par le géant russe du gaz. Cinq entreprises européennes cofinancent la construction du gazoduc (les Allemands Wintershall et Uniper, le Français Engie, l'Anglo-néerlandais Shell et l'Autrichien OMV). La mise en activité devait intervenir au plus tard début 2020, mais les menaces de sanctions américaines ont considérablement retardé le chantier.

Et les difficultés s'amoncellent. Joe Biden n'est pas favorable à la construction du gazoduc qu'il considère comme étant un « mauvais accord pour l'Europe ». Lors de son audition au Sénat en vue de sa nomination, le secrétaire d'État Antony Blinken a déclaré être déterminé à tout mettre en œuvre pour empêcher l'achèvement du projet. Le 19 janvier, le risque de sanctions américaines est finalement devenu réalité. Les États-Unis ont ciblé le navire russe de pose du *pipeline Fortuna*. Le 1<sup>er</sup> janvier, le Sénat américain avait renversé le veto du président Trump sur le budget de la défense (*National Defense Authorization Act*). Or, celui-ci inclut des dispositions sur Nord Stream 2 (*Protecting Europe's Energy Security Clarification Act*), prévoyant des sanctions américaines contre les entreprises impliquées dans le projet. Le champ des entreprises concernées est considérablement élargi. Sont désormais incluses les compagnies d'assurance, de certification et toute entité soutenant les « activités de pose de *pipeline* ». Or, la certification est un exercice technique de vérification de la conformité du gazoduc aux normes internationales qui intervient en amont de la mise en service et sur lequel se basent les assureurs. Le groupe norvégien DNV GL qui était chargé de certifier la conformité du tuyau s'est retiré du projet après le vote du Congrès. L'opposition américaine au projet fait l'objet d'un consensus

bipartisan sur fond de crainte qu'il ne contribue à accroître l'influence russe en Europe.

L'Europe elle-même est divisée. La Pologne est opposée au projet de gazoduc. En octobre, l'autorité de la concurrence polonaise a sanctionné Gazprom à hauteur de 6,46 milliards d'euros pour avoir débuté le chantier sans son accord<sup>4</sup>. Varsovie redoute que le projet accentue la dépendance énergétique européenne à l'égard de Moscou. À l'opposé, Berlin est jusque-là un soutien au gazoduc Nord Stream. L'arrestation par le Kremlin de l'opposant russe Alexeï Navalny le 17 janvier, puis sa condamnation à trois ans et demi d'emprisonnement le 2 février, complique la position européenne dans sa relation à la Russie.

Par exemple, la chancelière allemande Angela Merkel a réaffirmé son soutien au projet le 21 janvier, le Parlement européen a exprimé, à la majorité, être en faveur de l'arrêt du projet, alors même que celui-ci est réalisé à 94%... Intérêts politiques et économiques, clairement, sont en train de s'écarter. Dans le cadre d'une résolution non contraignante datée du 21 janvier, les députés européens ont demandé à Berlin de suspendre le chantier en mer.

Quant à la France, sa position n'est pas toujours très claire : Clément Beaune, secrétaire d'État chargé des Affaires européennes, avait déclaré le 1<sup>er</sup> février dernier que l'abandon du projet était une « option » sur la table, en raison du sort fait à Alexeï Navalny. Mais deux jours plus tard, le ministre de l'Europe et des Affaires étrangères français, Jean-Yves Le Drian, a nuancé ces propos, déclarant qu'une décision d'abandon relevait de la « responsabilité des Allemands » et refusant de « s'immiscer dans les choix énergétiques allemands ». Il a toutefois déclaré avoir une « discussion avec les Allemands sur Nord Stream 2, mais qui concerne essentiellement les enjeux de souveraineté énergétique européenne ». Bruxelles n'a jamais pris de position claire sur le sujet. Mais les relations entre l'UE et la Russie semblent au plus bas.

Mardi 9 février, s'exprimant devant le Parlement européen de Bruxelles, Josep Borrell a recommandé l'adoption de sanctions contre la Russie à son retour de Moscou. Le chef de la diplomatie européenne, qui souhaitait voir Navalny, s'était vu opposer une fin de non-recevoir des autorités russes. Lors de cette même visite à Moscou, trois diplomates européens ont été expulsés pour leur participation supposée à des manifestations en soutien à Alexeï Navalny. Les pays concernés, l'Allemagne, la Suède et la Pologne, ont annoncé, en représailles, le renvoi de diplomates russes. Josep Borrell a condamné « la

<sup>4</sup> Pourquoi l'affaire Navalny relance les divisions sur le gazoduc Nord Stream 2, Les Échos, février 2021

voie autoritaire » du gouvernement russe qui s'est montré « sans pitié dans l'affaire Navalny ».

Les propositions du chef de la diplomatie européenne devraient être soumises aux ministres des

Affaires étrangères de l'UE qui se réuniront le 22 février. Les députés russes ont, quant à eux, voté une proposition de loi qui prévoit un durcissement des sanctions contre la violation des règles régissant les manifestations.

### News géo-économiques

**Coopération russo-chinoise dans la pétrochimie** – Le 28 décembre, Sibur, le leader russe de la pétrochimie a annoncé la conclusion de l'accord de *joint-venture* avec Sinopec, le géant chinois de l'énergie et de la chimie, après avoir obtenu l'aval des régulateurs des deux pays pour la construction d'une usine pétrochimique en Extrême-Orient russe. Le projet, baptisé *Amur Gas Chemical Complex* (Amur GCC), représente un investissement de 10 à 11 milliards de dollars. Sibur et Sinopec avaient signé un accord provisoire en juin 2019 en présence de Xi Jinping et Vladimir Poutine dans le cadre du Forum économique international de Saint-Petersbourg.

Selon les termes de l'accord, les participations de Sibur et Sinopec dans la co-entreprise s'élèveront respectivement à 60 et 40%. Amur GCC devrait être achevé en 2024 et pourrait produire jusqu'à 2,7 millions de tonnes de polymères par an, ce qui en ferait le plus grand site de production de polymères de base au monde. Gazprom alimentera l'usine en éthane et en gaz de pétrole liquéfié (GPL).

Le groupe Sibur cherche à monter en gamme, en développant des produits à base d'hydrocarbures (fournis par les *majors* russes du gaz et du pétrole) à plus haute valeur ajoutée. Amur GCC constitue le deuxième projet d'usine géante de production de polymères du groupe (après le complexe pétrochimique ZapSibNeftekhim – ZapSib). Selon Sibur, Amur GCC permettra d'attirer les investissements internationaux en Russie, et la localisation de l'usine donnera plus facilement accès aux marchés asiatiques, en particulier la Chine, qui est le plus grand consommateur de polymères dans le monde.

**Diplomatie du vaccin** – Alors que les pays développés se sont arrogés la grande majorité des doses des vaccins développés par les grands laboratoires pharmaceutiques, fragilisant l'initiative multilatérale Covax qui prévoit une répartition équitable des doses de vaccin dans le monde, la Chine, l'Inde et la Russie en profitent pour promouvoir leurs propres sérums à l'étranger.

La revue scientifique de référence « *The Lancet* » a reconnu le vaccin Sputnik V russe développé par l'institut de recherche Gamaleya comme l'un des plus efficaces (à hauteur de 91,6%) contre la Covid-19, au même titre que les vaccins développés par Pfizer-BioNTech et Moderna, début février. Cela

pourrait donner un coup d'accélérateur aux exportations russes de vaccins, en particulier dans les pays en développement, au détriment de la Chine. L'étude de « *The Lancet* » permet à Moscou de montrer qu'elle fait le jeu de la transparence concernant le partage des données au public, ce qui peut contribuer à accroître la confiance des populations dans le vaccin russe. À rebours, les entreprises chinoises Sinopharm et Sinovac n'ont pas publié leurs résultats et les données de la phase 3 n'ont pas été rendues publiques.

Depuis l'été 2020, les précommandes représentent 1,2 milliard de doses. Le vaccin russe a d'ores et déjà été homologué dans plus de quinze pays. Outre les pays alliés tels l'Arménie, la Biélorussie ou la Serbie, l'Argentine et le Mexique ont également procédé à l'homologation du Sputnik V. En outre, Moscou a livré des doses du vaccin en Hongrie, alors même que le Sputnik V n'a pas encore fait l'objet d'une autorisation à Bruxelles. La Russie vient appuyer sur les divisions européennes à l'heure où les relations entre Moscou et Bruxelles se durcissent. L'UE cherche à présenter un front uni depuis l'arrestation et l'emprisonnement de l'opposant russe Alexeï Navalny et pourrait décider de nouvelles sanctions.

Selon Nathalie Ernoult<sup>5</sup>, codirectrice de l'Observatoire de la Santé à l'IRIS, la Russie privilégie les partenariats de coproduction pour répondre à l'insuffisance de ses capacités de production. À l'Algérie, elle a promis de partager la formule du vaccin, ainsi que les compétences scientifiques, en échange d'un accès aux capacités de production du pays. Par cette pratique, Moscou se différencie radicalement des pays développés qui refusent tout transfert de propriété intellectuelle.

Le groupe indien Hetero Biopharma devrait produire 100 millions de doses. Pékin mise également sur des partenariats de fabrication à l'étranger, notamment aux Émirats Arabes Unis, en Indonésie et au Brésil.

**Apaisement entre l'Inde et la Chine à la frontière himalayenne** – Le ministère de la Défense indienne a déclaré que l'Inde et la Chine se sont mis d'accord pour retirer leurs troupes respectives dépêchées à la frontière himalayenne disputée entre les deux pays (au nord et au sud du lac Pangong).

<sup>5</sup> Russie, Chine, Inde... Ces « vaccins alternatifs » qui entrent dans la course, Le Nouvel Observateur, février 2021

**Les États-Unis maintiennent leur opposition à l'acquisition par Ankara des S-400 russes –**

Mercredi, les États-Unis ont enjoint la Turquie à renoncer au système de défense antimissiles russe S-400. La veille, le ministre turc de la Défense, Hulusi Akar, avait fait le jeu de l'apaisement en se déclarant ouvert à la négociation. Mais le porte-parole du département d'État, Ned Price, a répété que la position à ce sujet des États-Unis n'avait pas évolué : « Nous continuons d'exhorter la Turquie à ne pas conserver ce système ».

**Une nouvelle restructuration de la dette pakistanaise à l'égard de la Chine dans le cadre de la Belt & Road Initiative (BRI) ? –**

Selon des informations révélées par Bloomberg<sup>6</sup>, la Chine et le

Pakistan auraient ouvert des négociations informelles sur un potentiel allègement de la dette contractée par Islamabad pour la construction d'une douzaine de centrales électriques financées par Pékin. La Chine a investi massivement dans des projets de centrales, afin de répondre aux pénuries d'électricité en vigueur au Pakistan. Le pays est une pièce maîtresse des nouvelles routes de la soie chinoises. L'année dernière, 11 milliards de dollars de projets ont été signés. Il s'agit notamment de rénover le réseau de chemin de fer du Pakistan. La construction du Corridor économique sino-pakistanaise (CPEC) est estimée à 50 milliards de dollars.

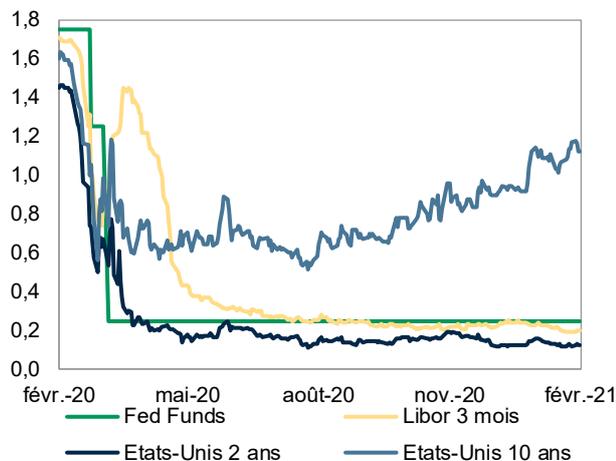
---

<sup>6</sup> *Pakistan to Seek Debt Relief From China Belt and Road Loan*, Bloomberg, février 2021

## Tendances à suivre

### Taux d'intérêt en dollar américain

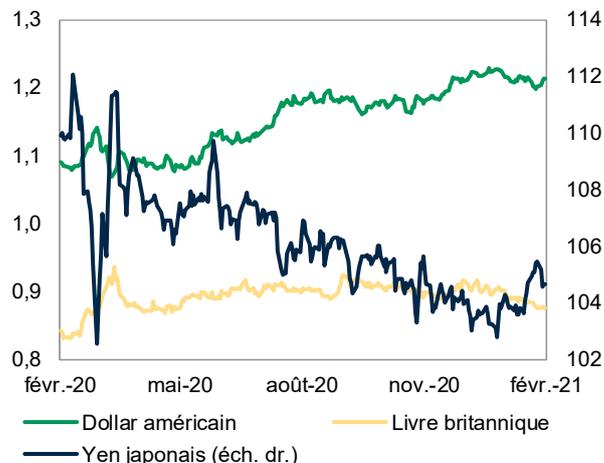
%, interbancaire (Londres) et souverains (Etats-Unis)



Source : Thomson Reuters

### Taux de change des principales devises

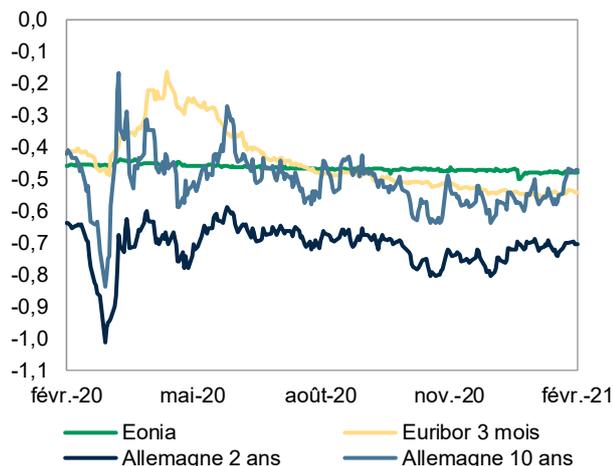
EUR/USD, EUR/GBP et USD/JPY



Source : Thomson Reuters

### Taux d'intérêt en euro

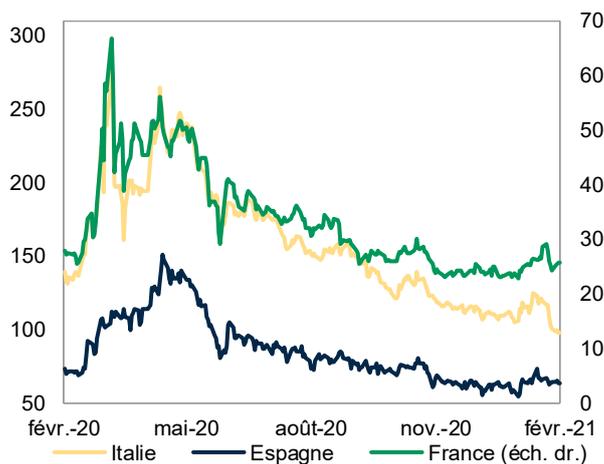
%, interbancaires (Londres) et souverains (Allemagne)



Source : Thomson Reuters

### Spreads souverains européens avec le Bund

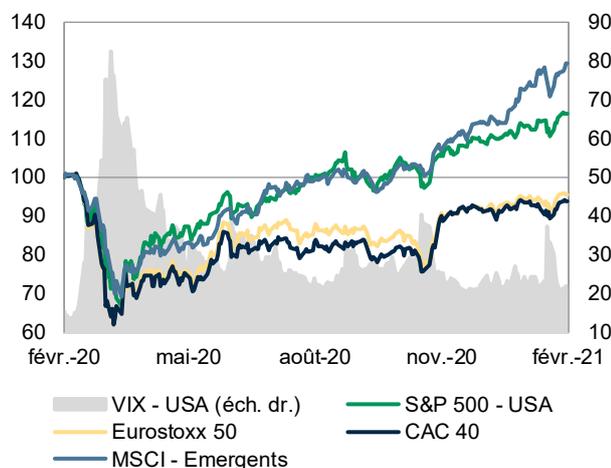
Pdb, dette en EUR à dix ans



Source : Thomson Reuters

### Marché actions

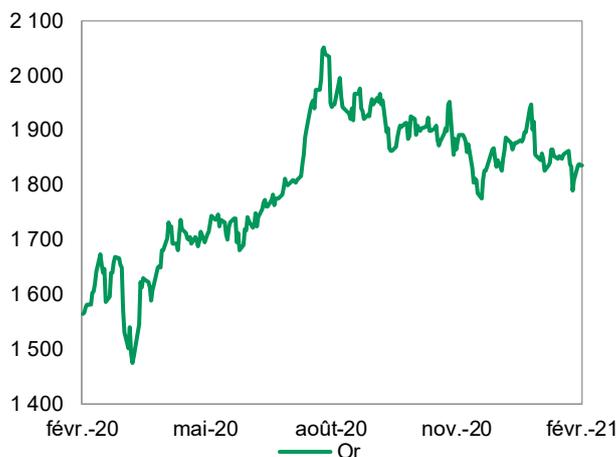
Indice boursiers (100 = début de période) et volatilité VIX



Source : Thomson Reuters

### Cours de l'once d'or

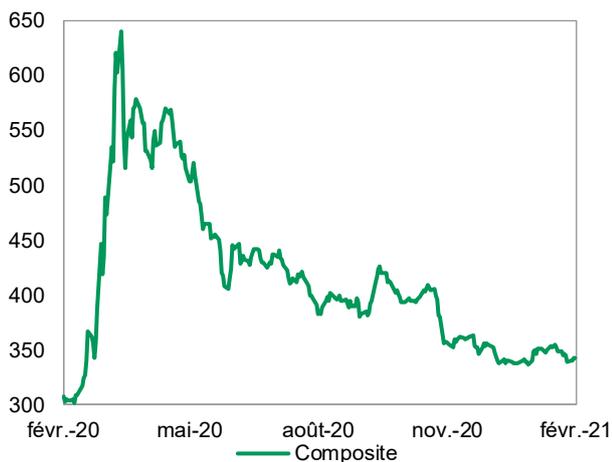
USD/Once troy (Londres)



Source : Thomson Reuters

### Spreads souverains émergents avec le T-Bond

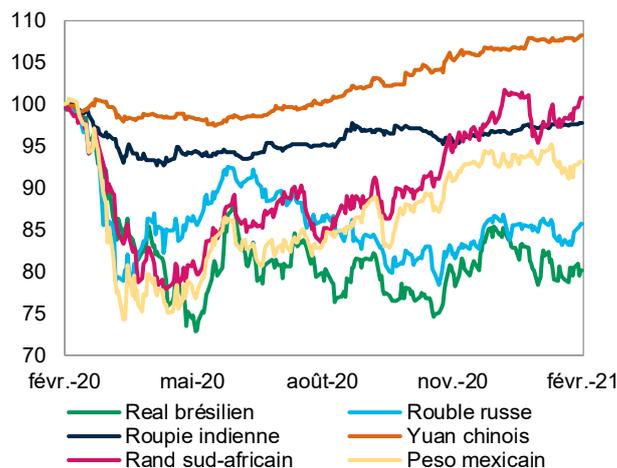
Indices EMBI+ (pdb, dette en USD de plus d'un an)



Source : JP Morgan

### Devises émergentes

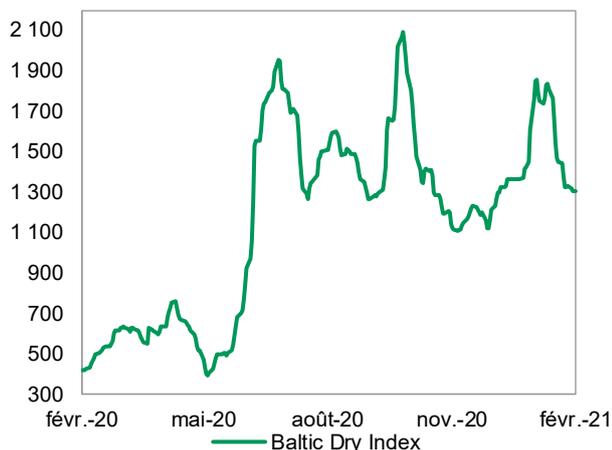
/USD (indice 100 = début de période)



Source : Thomson Reuters

### Coût du transport maritime de vrac sec

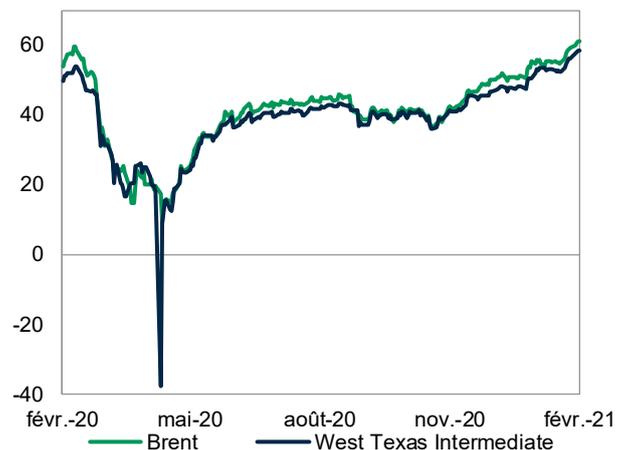
Baltic Dry Index (USD/point)



Source : Baltic Exchange

### Cours du baril de pétrole brut en USD

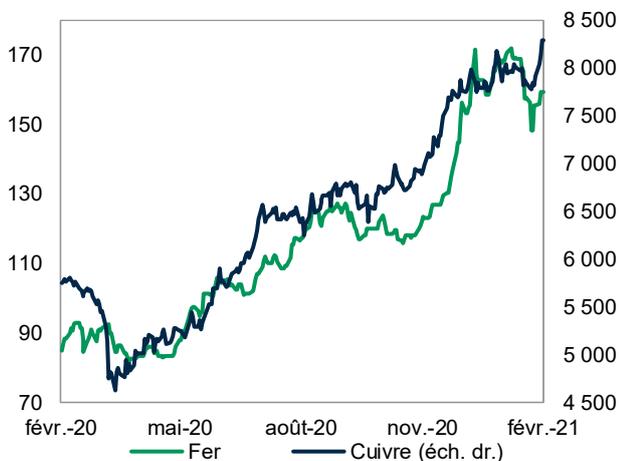
Brent (mer du Nord) et WTI (golfe du Mexique)



Source : Thomson Reuters

### Cours des métaux

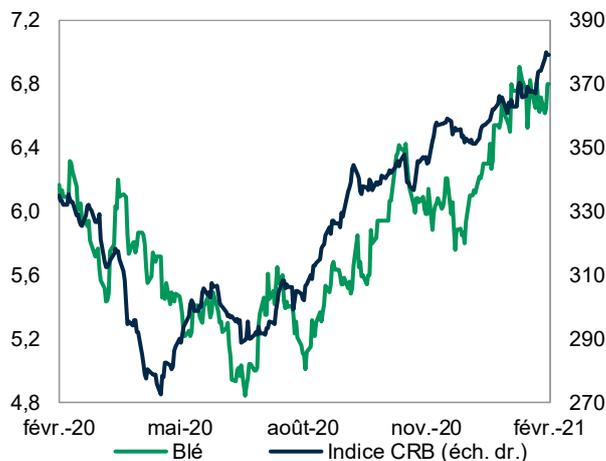
USD/tonne métrique



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 – 17 décembre 2020

Au-delà d'une reprise chaotique, des cicatrices durables

Prévisions économiques & financières

Date	Titre	Thème
11/02/2021	<u>ECO Tour 2021</u>	Industrie & services
10/02/2021	<u>Barre au centre : le laboratoire italien, avant-poste du recul de l'antisystème en Europe ?</u>	UE
10/02/2021	<u>Hongrie – La stratégie d'un pays qui souhaite devenir incontournable</u>	PECO
09/02/2021	<u>Dettes publique et externe : le Tchad et l'Éthiopie ouvrent le bal des demandes de restructuration</u>	Afrique
08/02/2021	<u>Italie – Mario Draghi, l'homme providentiel européen, sera-t-il celui de l'Italie ?</u>	Italie
05/02/2021	<u>Monde – L'actualité de la semaine</u>	Monde
05/02/2021	<u>Zone euro – Conjoncture Flash PIB : repli contenu du PIB au T4 2020</u>	UE
03/02/2021	<u>Italie – Conjoncture flash : recul modéré du PIB au T4</u>	Italie
03/02/2021	<u>La promesse d'une sidérurgie verte</u>	Mines & métaux
03/02/2021	<u>Asie du Sud-est – La reprise épidémique menace la trajectoire de reprise de certains pays</u>	Asie
02/02/2021	<u>Russie – Attention à la guerre de position</u>	PECO
01/02/2021	<u>Italie - Une semaine de consultations qui rebat les cartes</u>	Italie

### 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, États-Unis :** Slavena NAZAROVA

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

**Asie :** Sophie WIEVIORKA

**Amérique latine :** Catherine LEBOUGRE (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](mailto:publication.eco@credit-agricole-sa.fr)

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

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

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

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