

# Perspectives

Hebdomadaire – N°21/068 – 5 mars 2021

## MONDE – L'actualité de la semaine

☞ <i>Beaucoup d'eau au moulin du reflation trade américain</i> .....	2
☞ <i>Le pari du déficit : un risque à prendre jusqu'en 2022 pour la Commission européenne</i> .....	3
☞ <i>Zone euro : les confinements étendus risquent de peser plus fortement sur la consommation et la croissance du T1</i> ...	4
☞ <i>Allemagne : un verrouillage prolongé, mais accompagné d'un plan de réouverture par étapes</i> .....	4
☞ <i>Portugal : rebond du chômage en janvier</i> .....	5
☞ <i>Italie : détail des comptes nationaux</i> .....	5
☞ <i>Royaume-Uni : budget 2021, des ruptures dans la tradition des Tories</i> .....	7
☞ <i>Inde : un quatrième trimestre chargé d'espoir</i> .....	9
☞ <i>Égypte : légère amélioration sur le front conjoncturel</i> .....	10
☞ <i>Brésil : un vrai V (qui ne préjuge pas de la reprise à venir)</i> .....	11
☞ <i>Maurice et Seychelles : l'arrêt du tourisme fait décrocher la balance courante</i> .....	12
☞ <i>« China Standards 2035 », là où la mondialisation rencontre la géopolitique</i> .....	14
☞ <i>News géo-économiques</i> .....	16

### Beaucoup d'eau au moulin du *reflation trade* américain.

La semaine s'achève sur un taux américain à dix ans frôlant 1,60%, en hausse de près de 65 points de base depuis début janvier pour retrouver son niveau pré-crise de février 2020. Les chiffres publiés cette semaine ont en effet continué d'alimenter le *reflation trade*, synonyme d'anticipations de croissance plus soutenues, d'inflation plus forte, de taux d'intérêt plus élevés. Tant que l'enthousiasme porté par les perspectives de reprise soutenue excède les craintes liées aux hausses des rendements (l'équilibre est délicat), il profite aux marchés actions, notamment à ceux qui ont été le plus sévèrement pénalisés par la pandémie et se « rattrapent ».

Les chiffres de février (*Non-Farm Payrolls*) sur l'emploi américain, bons et de surcroît meilleurs qu'anticipé, ont fini d'alimenter un marché déjà soutenu par le futur plan de relance et l'accord de l'OPEP+. Les créations d'emplois non agricoles excèdent largement le niveau anticipé ; le taux de chômage se replie légèrement (de 6,3% à 6,2% à rapprocher d'un creux à 3,5% pré-crise). Le taux d'activité est inchangé à 61,4%, mais toujours en repli par rapport au taux de 63,3% d'il y a un an. Les rémunérations horaires progressent de 0,2% sur le mois, soit une progression annuelle inchangée à 5,3% : un rythme plus soutenu que celui qui prévalait avant la crise, qui reflète plus l'évolution sectorielle de l'emploi qu'une vraie « inflation salariale ». Le marché du travail reprend donc des couleurs ; cette amélioration devrait se poursuivre mais n'empêche pas la Fed de considérer qu'il est « hautement improbable » que son objectif d'emploi maximal soit atteint cette année.

La dernière réunion de l'OPEP+ a abouti à une position plus prudente en termes d'offre qu'il n'était anticipé par le marché tablant sur une augmentation en avril : les prix se sont redressés et terminent la semaine à près de 69 dollars par baril (Brent), au plus haut depuis début janvier 2020. Les quotas de mars seront, en effet, globalement reconduits en avril avec quelques petites dérogations pour la Russie et le Kazakhstan et ce au « sacrifice » de l'Arabie saoudite. Celle-ci semble attachée à l'union

du groupe OPEP+ quitte à maintenir ses propres réductions et à accepter une augmentation de la part de la Russie. Son souci de cohésion devrait se maintenir au cours des prochains trimestres ; il vise à assurer un équilibre du marché avec, pour objectif « implicite », un prix du pétrole stable entre 60 et 70 dollars par baril, afin d'éviter une reprise trop rapide de la production américaine.

De nouveau aux États-Unis, le Sénat a approuvé sur le plan de relance de Joe Biden de 1 900 milliards de dollars. Ce plan pourrait être déployé à partir de la mi-mars (un moment opportun puisque prendra alors fin la prolongation actuelle des allocations de chômage). Enfin, et toujours aux États-Unis, en février, l'indice manufacturier des directeurs d'achats (PMI) s'est établi à 60,8 (en hausse de plus de 2 points), soit son niveau le plus élevé depuis septembre 2018. L'indice des services enregistre une baisse (à 55,3) supposée seulement ponctuelle (baisse de l'activité due aux conditions climatiques).

Face à cette « déferlante » de bonnes nouvelles, le « *Beige Book* » a vite été oublié (à supposer qu'une quelconque attention y ait été portée). Il signale pourtant des tensions seulement mineures sur les salaires et les prix (à l'exception de tensions localisées liées à la perturbation des chaînes de production), rappelle que les entreprises sont optimistes sur la reprise cette année grâce à la vaccination de la population américaine mais tablent sur des hausses de prix modestes au cours des prochains mois, indique que les gains (faibles) sur le marché du travail masquent de grandes disparités sectorielles et géographiques.

Hors des États-Unis qui occupent vraiment le devant de la scène, la Commission européenne a entériné la suspension des règles du Pacte de stabilité au moins jusqu'en 2022 (cf. infra « Le pari du déficit : un risque à prendre jusqu'en 2022 pour la Commission européenne »). Les marchés ne s'en sont pas émus.

## Editorial

### Le pari du déficit : un risque à prendre jusqu'en 2022 pour la Commission européenne

Les marchés *pricent* le plan de relance américain et jouent le *reflation trade*. La comparaison entre la taille de ce plan et les plans nationaux des États européens plus le NGEU est sans appel en faveur du premier. *This is a time to "act big"* reflète bien la philosophie du secrétaire au Trésor américain, qui concentre son action sur le court terme par des mesures de dépenses courantes de soutien aux revenus.

Les recommandations à faire plus se multiplient envers les États de la zone euro tant il paraît aujourd'hui plus risqué de ne pas faire assez que de trop faire. Ce qui est en jeu n'est pas seulement de dessiner le rebond et son amplitude, mais aussi d'établir les conditions pour qu'ensuite s'installe une vraie phase de reprise qui ancre la croissance sur une trajectoire tendancielle plus élevée que celle connue avant la crise. Si, en revanche, le rebond était suivi par un dégonflement rapide, voire par un effondrement, la croissance risquerait d'être ramenée à (voire sous) sa tendance d'avant-crise. L'enjeu est à la fois budgétaire et monétaire et il s'agit de ne pas retirer trop vite le soutien fourni par ces deux politiques.

Pour les États-Unis, la lecture des marchés est celle d'un *boom* puissant, capable de ramener l'inflation sur une trajectoire plus élevée durablement, compatible donc avec la lecture d'une croissance tendancielle plus soutenue. La Fed est plus prudente et a déjà affirmé vouloir accepter un dépassement de sa cible d'inflation pendant une période assez longue avant de commencer à normaliser sa politique monétaire.

Pour la zone euro, il existe encore des marges pour une expansion budgétaire, d'autant plus que le niveau plus bas des anticipations d'inflation permettrait à la BCE d'être bien plus patiente, si une relance budgétaire plus puissante se traduisait par une inflation durablement plus élevée, même en l'absence de l'acceptation aussi explicite que celle de la Fed d'un dépassement de sa cible d'inflation pendant une période longue.

Mais alors pourquoi les États européens sont-ils si frileux ? C'est parce que l'incertitude sur le futur cadre de supervision budgétaire est importante. Si les règles du Pacte de stabilité (PSC) ont été temporairement suspendues avec l'activation de la clause dérogatoire générale du PSC, les États manquent totalement de visibilité. La Commission européenne a apporté un peu de clarté cette semaine en annonçant le report de la suspension des règles au moins jusqu'en 2022. Mais la Commission navigue à vue et est incapable de définir aujourd'hui avec précision l'année pivot à partir de laquelle l'application des règles redeviendra opérante. Elle est aussi impuissante à fournir de la visibilité sur une éventuelle réforme des règles. Si, au début du mois de février 2020, la Commission, dans une communication sur la gouvernance économique,

a ouvert une réflexion concernant une refonte des règles du PSC, la crise de la Covid a bloqué temporairement ce processus. Mais le Comité budgétaire européen a déjà alerté : la réforme du PSC devra être discutée et, de préférence, approuvée avant de désactiver la clause. Il suggère une approche pragmatique lors de la prochaine révision du cadre de surveillance budgétaire de l'UE. En effet, l'héritage de la pandémie aura d'importantes implications sur l'application des règles. La réintroduction de celles-ci devra être confrontée à l'important défi de concilier les règles actuelles avec une situation de finances publiques beaucoup plus complexe, qui rend certaines d'entre-elles inapplicables. Les erreurs commises après la précédente crise, notamment une consolidation budgétaire trop rapide, devront aussi être évitées.

Ne pouvant pas se prononcer sur la temporalité du changement d'orientation budgétaire, la Commission affirme néanmoins la philosophie qui guidera son action de supervision. Les États présentant le moins de problèmes de soutenabilité peuvent poursuivre une orientation expansionniste, mais ceux dont l'endettement est plus élevé sont appelés à remplacer les dépenses à la charge des budgets nationaux par les subventions du NGEU dès 2022.

Par ailleurs, les subventions du NGEU étant conditionnées par un investissement dans la transition digitale et écologique, l'investissement d'avenir, ces dépenses sont davantage susceptibles de conduire l'économie européenne sur une trajectoire de croissance potentielle plus élevée. Ainsi, elles peuvent se poser comme un véritable soutien à la politique monétaire, contribuant, avec une croissance potentielle plus soutenue, à créer les conditions d'un retour durable de l'inflation et d'une remontée des taux d'intérêt. Pas une remontée épisodique liée à un rebond, mais une remontée plus structurelle du taux d'intérêt d'équilibre, si faible qu'il réduit les marges d'action de la politique monétaire. Malgré sa moindre ampleur, la dépense européenne par sa composition (plus d'investissement que de soutien aux revenus) semble plus à même que le plan américain d'éviter l'effet d'effondrement après le rebond et d'inscrire la croissance sur une tendance longue.

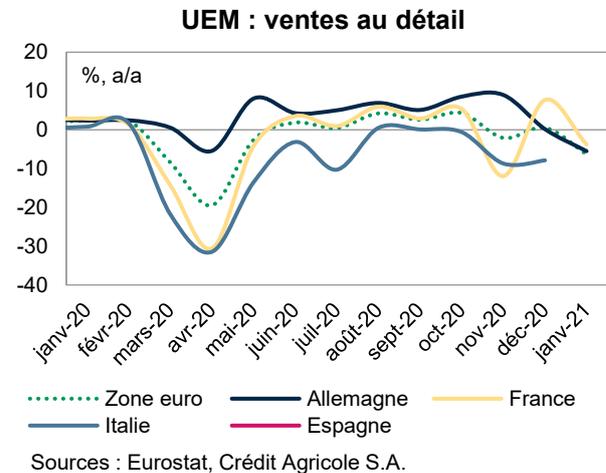
Par ailleurs, la BCE vient de signifier aux gouvernements que la politique budgétaire avait encore un rôle important à jouer pour faciliter la transmission de la politique monétaire (I. Schnabel « *Unconventional fiscal and monetary policy at the zero lower bound* »). Alors que nombreux sont ceux qui s'inquiètent déjà du risque d'une domination budgétaire liée à la montée des déficits et des dettes, ces déclarations peuvent encore rassurer avec comme un parfum de domination monétaire...

## Zone euro

### Zone euro : les confinements étendus risquent de peser plus fortement sur la consommation et la croissance du T1

Le volume des ventes au détail en zone euro a reculé de 6,3% en rythme annuel au mois de janvier, après +0,6% en décembre. Cette rechute reflète avant tout le durcissement des mesures sanitaires imposées dans la plupart des pays de la zone en début d'année en raison de la prolifération des nouveaux variants, jugés plus contagieux. La ventilation par typologie de biens révèle que ce sont les ventes de produits non alimentaires qui ont le plus reculé (-13,6% sur un an), après les ventes de carburants (-18,3%), tandis que les ventes dans l'alimentation, les boissons et le tabac ont modérément augmenté (+5,9%). Les ventes par correspondance et Internet ont, en revanche, bondi de 39,1% en réaction aux divers confinements observés un peu partout. La décomposition par pays signale une contraction plus aigüe en Allemagne (-5,5% sur un an) qu'en France (-3,8%). Nous ne disposons pas, pour l'heure, des données sur l'Italie et l'Espagne, mais il est vraisemblable de penser que là aussi, les

ventes au détail se sont de nouveau repliées au regard des mesures sanitaires observées.

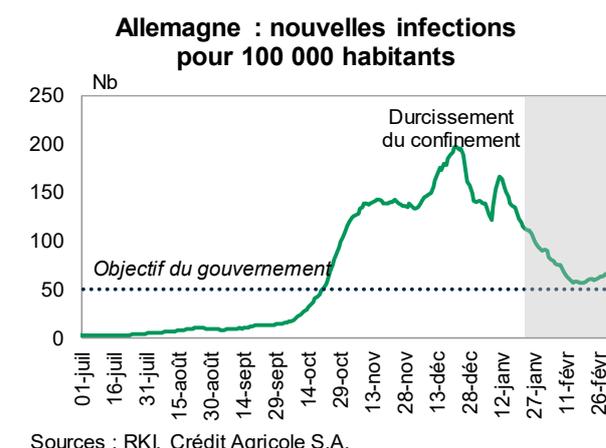


**✓ Notre opinion** – *Le recul des ventes au détail au mois de janvier matérialise le risque d'une consommation et d'une croissance du PIB plus faible au premier trimestre qu'anticipé, en raison du prolongement des mesures de confinement jusqu'au mois de mars dans la plupart des pays. Même si un rebond mécanique est attendu au trimestre suivant, il n'est pas certain que le rythme de consommation persiste par la suite à un niveau élevé, engendrant un risque baissier sur nos prévisions de croissance annuelle.*

### Allemagne : un verrouillage prolongé, mais accompagné d'un plan de réouverture par étapes

Le taux d'incidence sur sept jours frôle le seuil des 50 pour 100 000 habitants depuis la mi-février, augmentant ainsi la pression pour un assouplissement des mesures restrictives pesant sur l'économie allemande. Mais la propagation des nouveaux variants du virus continue d'inquiéter le gouvernement. En concertation avec les ministres des *Länder*, la chancelière a ainsi décidé d'une prolongation du verrouillage de l'économie jusqu'au 28 mars, tout en avançant un plan de déconfinement très progressif dont la mise en œuvre est laissée à la main des États fédéraux. Ce plan comprend la réouverture des écoles primaires et des coiffeurs à partir du 8 mars. Dans un deuxième temps, les fleuristes, les libraires et les commerces de jardinage pourront également reprendre leur activité dans le respect d'une jauge d'un client pour 10 mètres carrés. Parallèlement, les restrictions de contact sont assouplies et portées à cinq personnes de deux foyers différents contre une personne actuellement. Les activités sportives en extérieur seront autorisées dans la limite de 50 personnes, si l'incidence sur sept jours reste inférieure à 35 pendant quatorze jours successifs. Les entreprises de services liés aux soins du corps et les auto-écoles

seront également autorisées à rouvrir, sous réserve de tests réguliers négatifs du personnel.



Les commerces de détail pourront reprendre leur activité, si l'incidence reste inférieure à 50 en respectant la jauge d'un client pour dix mètres carrés. Ils devront également privilégier un service de réservation préalable dans leur relation clientèle. La situation des hôtels, des restaurants et des événements de grande taille ne sera étudiée que

lors de la prochaine réunion du 22 mars. Enfin, un frein d'urgence dans l'application des mesures d'assouplissement a été introduit avec un seuil

d'incidence à 100 durant trois jours consécutifs, mettant fin au processus de relâche des mesures restrictives.

**Notre opinion** – La situation sanitaire reste maîtrisée en Allemagne, mais la propagation des nouveaux variants du virus incite à davantage de précaution dans l'aménagement du déconfinement qui se profile. Ainsi, le plan proposé ne comporte que des assouplissements mineurs et tous conditionnés au niveau d'incidence et au respect d'un cadre sanitaire particulièrement strict. L'introduction d'une clause suspensive dans la poursuite des assouplissements constitue un garde-fou contre toute reprise épidémique, en attendant l'intensification des campagnes vaccinales dans tous les pays de la zone.

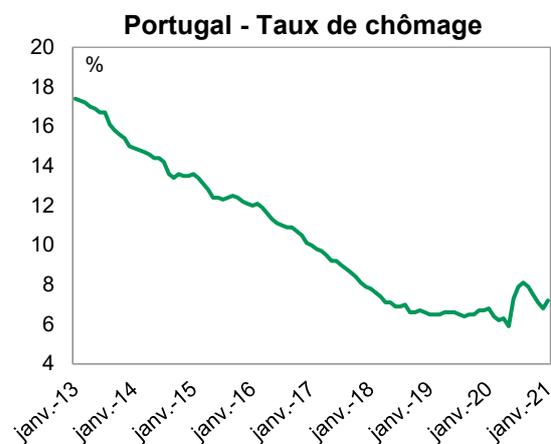
**Portugal : rebond du chômage en janvier**

Après quatre mois consécutifs de baisse, le taux de chômage portugais a crû de 0,4% en janvier par rapport à décembre et s'affiche désormais à 7,2%, soit 361 500 individus. Cela est le résultat d'une augmentation de 4,2% des chômeurs. En glissement annuel, la population au chômage a progressé de 2,7%. Le taux de chômage des jeunes s'établissait à 24,6%, ce qui correspond à une augmentation de 0,9% par rapport à décembre 2020. L'estimation du taux de chômage des adultes était de 6 % (+0,3 %).

Le taux d'emploi s'affiche à 60,2% (-1% par rapport à décembre 2020), en raison du recul de la population employée (-1,7%, -3,5% sur un an).

En janvier 2021, l'estimation provisoire de la population inactive était de 2 174 000 individus, ce qui correspond à une augmentation par rapport au mois précédent de 2,3% (6,5% en glissement annuel). Le taux d'inactivité s'affiche à 35,2%, en hausse de 0,8

% par rapport à décembre 2020, et de 2,1 % par rapport à janvier 2020.



Sources : INE, Crédit Agricole S.A.

**Notre opinion** – La pandémie a pour l'instant eu un impact un peu plus bénin sur le marché du travail portugais que celui observé lors des crises précédentes, soulignant ainsi le rôle protecteur important joué par les politiques de soutien telles que le chômage partiel, qui garantit les deux tiers de la rémunération des salariés. En effet, avec la détérioration de la situation sanitaire à partir de fin décembre, le gouvernement a étendu son soutien au marché du travail, et le régime de chômage partiel (disponible pour les entreprises contraintes de fermer pendant l'état d'urgence actuel) couvre désormais 86 300 travailleurs (880 000 en juillet dernier, soit 18% de la population employée du Portugal). Cependant, l'environnement reste très incertain et, lorsque la protection de l'emploi commencera à être supprimée, le taux de chômage grimpera en conséquence. En 2020, les mesures mises en place pour soutenir les entreprises et les ménages, ainsi que les dépenses liées à la Covid-19, ont dépassé 4 500 millions d'euros, soit environ 2,3% du PIB.

**Italie : détail des comptes nationaux**

La publication du détail des comptes par l'Istat a confirmé la baisse du PIB de 1,9% au quatrième trimestre par rapport au trimestre précédent, laissant un acquis positif de 2,3% à 2021.

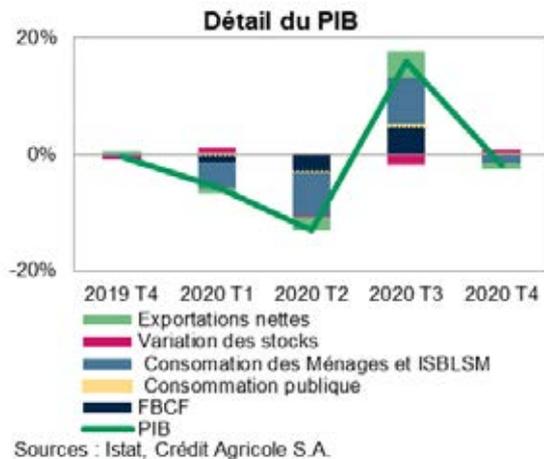
En glissement annuel, le PIB s'est contracté de 6,6% par rapport au quatrième trimestre 2019.

La demande domestique a contribué négativement à la croissance à hauteur de de 1,3 point de PIB, tandis que la variation des stocks a eu une contribution positive de 0,3 point de pourcentage. Malgré une hausse des exportations de 1,3%, la forte augmentation des importations de 5,4% s'est

traduite par une contribution négative de la demande extérieure de 1 point de pourcentage.

Marquées par des phases de restriction successives qui se sont renforcées pendant la période des fêtes, les dépenses de consommation finale se sont contractées de 2,7% au cours du quatrième trimestre. La consommation de services enregistre la plus forte baisse, de l'ordre de 6,1%, amputant la consommation des ménages de 3 points. La consommation de biens durables a, quant à elle, baissé de 4,9%, tandis que les consommations de

biens semi-durables et de biens non durables ont baissé respectivement de 2,6% et 2%.

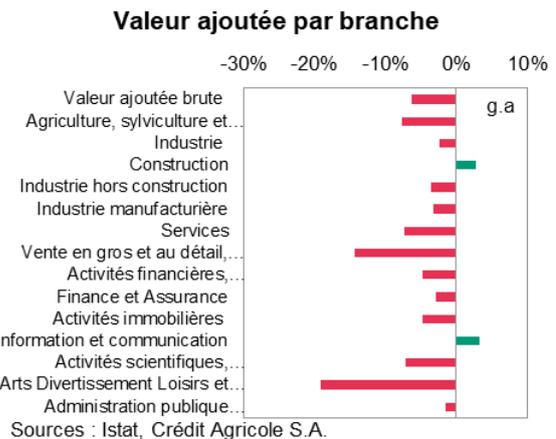


La croissance de l'investissement est restée nulle au cours du quatrième trimestre. L'investissement en construction a enregistré une variation négative de -2,8% pour la composante logement et de -1,6% pour l'infrastructure. L'investissement en machines a, quant à lui, augmenté de 3,3%, porté par le volet transport qui augmente 13,1%.

Le niveau de la consommation des ménages est inférieur de 9,9% par rapport au quatrième trimestre 2019, alors qu'il était de -7,3% en fin de troisième trimestre. La situation de l'investissement ne s'est que peu détériorée par rapport à la deuxième vague, se situant à -1,2% par rapport à son niveau d'avant-crise, contre -1,4% à la fin du troisième trimestre, alors qu'il avait reculé de 18% au deuxième trimestre. Les exportations se situent à -8,1% en dessous de leur niveau du quatrième trimestre 2019, tandis que la récente hausse des importations a permis de rattraper le retard pris avec -7,1% pour le T4, contre -11,3% au T3.

Par secteur, la valeur ajoutée a baissé dans la majeure partie des branches, à l'exception des services dédiés aux entreprises qui ont augmenté de 1,1%. Les baisses les plus prononcées ont été enregistrées dans les services (-2,5%), notamment liés au commerce, au transport et à l'hôtellerie-restauration (-5,3%), mais également dans la branche des arts, spectacles et autres services (-8,5%) qui ont été fortement pénalisés par les

restrictions sanitaires. La valeur ajoutée de l'agriculture s'est également contractée au cours du trimestre, avec une baisse de l'ordre de 2,8%.



À l'image de ce qui a été observé dans les indices de production industrielle, la baisse dans l'industrie est restée modérée avec -0,3% pour l'industrie hors construction et la croissance est nulle pour le secteur manufacturier. La construction a cependant baissé de 2,5%. En niveau, le secteur se maintient au-dessus de sa performance de 2019 avec + 2,7% par rapport au quatrième trimestre 2019. Il s'agit avec les NTIC des seules branches ayant enregistré une hausse en glissement annuel. La deuxième vague a annulé une partie de la récupération du troisième trimestre dans les services, qui enregistrent une baisse en glissement annuel de -7,4%, plombés par les services de commerce et restauration dont le niveau est inférieur de 14% à celui d'avant-crise. Mais le recul le plus fort est celui du secteur du divertissement qui perd près de 20% de sa valeur par rapport à la fin 2019.

Les heures travaillées ont diminué de 1,5% par rapport au trimestre précédent et se sont traduites par une baisse des heures travaillées de 0,3%, dans l'agriculture, de 1,8% dans l'industrie, de 2,9% dans la construction et de 1,4% dans les services. Dans le même temps, la rémunération par tête des salariés a augmenté de 0,1% par rapport au trimestre précédent, avec des hausses de 3,7% dans l'agriculture, de 1,5% dans l'industrie au sens strict, de 1,1% dans la construction et une baisse de 0,5% dans les services.

**Notre opinion** – Les composantes de la demande nous éclairent davantage sur le profil de croissance du quatrième trimestre et sur les effets dus à la deuxième vague. Les fermetures de commerces, notamment pendant les fêtes, ont fortement pénalisé la consommation des ménages, qui s'est matérialisée par une baisse de la valeur ajoutée dans le commerce et la distribution. La production dans l'industrie s'est montrée résiliente malgré la baisse observée de la production industrielle en novembre. Elle a en partie été tirée par les exportations, mais a également contribué à la hausse des importations portées par les achats en biens intermédiaires et en biens d'équipement en provenance de l'étranger. Une tendance qui s'est traduite dans l'investissement productif qui a progressé et est resté peu pénalisé par la baisse de la confiance des entreprises en novembre, ainsi que la baisse des commandes en décembre. L'acquis laissé à 2021 reste positif, malgré le repli de l'activité en fin d'année. Un acquis plus élevé que celui escompté lors de notre dernier exercice de prévision ; ce qui devrait permettre, toutes choses égales par ailleurs, une légère amélioration de la prévision de croissance italienne en 2021.

## Royaume-Uni

### Royaume-Uni : budget 2021, des ruptures dans la tradition des Tories

Cette semaine l'événement qui a attiré la plus grande attention outre-Manche a été la présentation, le 3 mars dernier, du budget 2021 par le Chancelier de l'Échiquier, Rishi Sunak. Il a été articulé autour de trois questions principales : le soutien à court terme à l'économie, la reprise économique et le redressement des comptes publics à partir du moment où l'économie est sur le chemin de la normalisation.

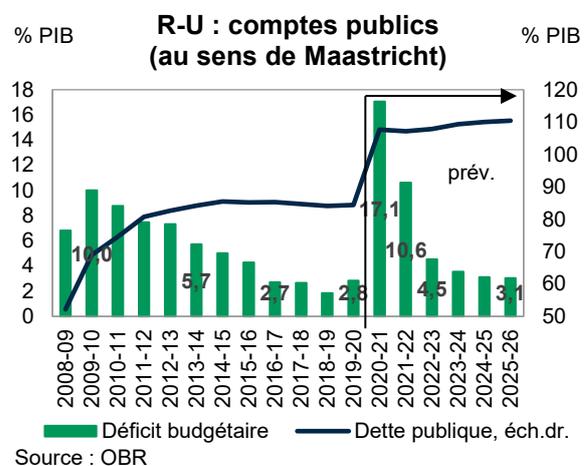
#### 1. Le soutien à court terme : poursuite du « whatever it takes »

Les mesures de soutien à l'économie ont été étendues de plusieurs mois afin d'éviter un retrait prématuré des aides, alors qu'il est prévu que les restrictions sociales restent en vigueur jusqu'à fin juin au moins. Elles ont un coût estimé à 44 Mds £. Parmi les principales mesures figurent :

- ✓ L'extension jusqu'à fin septembre du dispositif de chômage partiel (« *Coronavirus Job Retention Scheme* ») qui devait expirer en avril prochain. Ce dispositif sera maintenu dans sa forme actuelle jusqu'en juin, en finançant 80% des salaires à hauteur de 2 500 £ pour les employés mis au chômage partiel, après quoi les employeurs devront contribuer de manière progressive de 10% et 20% en août et septembre respectivement (sans impact pour les salariés) ;
- ✓ La reconduction jusqu'à septembre du soutien aux travailleurs indépendants (« *Self-Employment Income Support Scheme* ») ;
- ✓ La prorogation du taux réduit de TVA de 5% dans les secteurs de la restauration et du tourisme jusqu'à fin septembre. La TVA passera à 12,5% pendant six mois, avant de retrouver son taux normal en avril 2022 ;
- ✓ L'extension de trois mois des moratoires d'impôts pour les entreprises et un allègement de deux tiers pour les neuf derniers mois de l'année ;
- ✓ Hausse du salaire minimum à 8,91 £ de l'heure en avril et maintien de la hausse du crédit universel (de 20 £ par semaine) pendant six mois ;
- ✓ La prolongation de la suspension de la taxe sur les achats immobiliers ayant une valeur d'au maximum 500 000 £ jusqu'à fin juin et la création d'une garantie d'État afin de permettre aux primo-accédants à faible revenu d'obtenir un crédit d'une valeur jusqu'à 600 000 £ avec un apport de seulement 5% ;
- ✓ La poursuite du gel des taxes sur les carburants et les alcools ;
- ✓ Des aides financières pour les entreprises embauchant un apprenti entre avril et septembre.

Avec ces mesures supplémentaires, le soutien mis en place depuis le début de la pandémie atteindra un coût cumulé de 344 Mds £. En conséquence, l'OBR prévoit que le déficit budgétaire devrait atteindre 16,9% du PIB sur l'année fiscale en cours, le niveau le plus élevé depuis 1944-45, avant de retomber à 10,3% en 2021-22 (toujours plus élevé qu'à la sortie de la crise financière de 2008).

Au sens de Maastricht, le déficit serait de 10,6% du PIB en 2021 après 17,1% en 2020. La dette publique devrait atteindre 107,6% du PIB cette année et dépasserait 110% en 2025.



#### 2. La reprise économique : accent sur l'investissement

De loin, l'annonce phare a été une déduction fiscale inédite dans l'histoire du pays (« *Super Deduction* ») pour les entreprises qui investissent dans de nouveaux équipements. Les entreprises seront en mesure de réduire leur bénéfice imposable d'un montant correspondant à 130% de leur investissement. Toutefois, prenant effet seulement en 2021/22 et 2022/23, cette mesure ne devrait que provoquer l'avancement à cette année et à l'année prochaine de projets d'investissement prévus ultérieurement.

Le Chancelier a également annoncé la création d'une banque pour financer les infrastructures (« *UK Infrastructure Bank* ») afin d'accélérer « la révolution industrielle verte ». La banque sera opérationnelle dès ce printemps dans une configuration provisoire. Elle disposera initialement de 12 Mds £ en fonds propres. À terme, le gouvernement anticipe que la banque financera un total d'au moins 40 Mds £ de projets d'investissement en infrastructures dans les industries vertes.

En complément aux obligations souveraines vertes lancées en novembre dernier, le gouvernement prévoit la création de produits d'épargne dédiés au

financement de projets d'investissement dans les industries vertes.

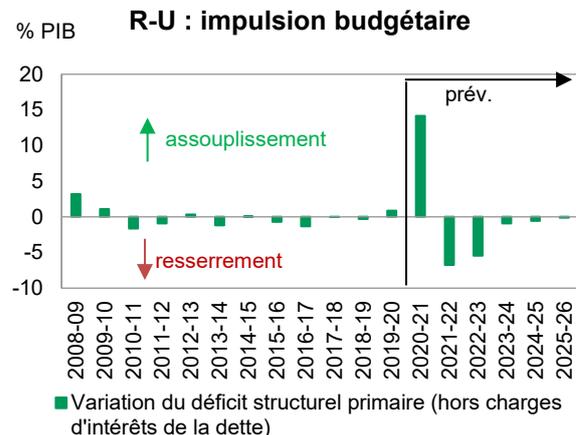
### 3. Le redressement des comptes publics : vers une hausse des impôts

En plus des mesures généreuses de soutien à court terme de l'économie, le Chancelier a également annoncé des mesures de resserrement de la politique budgétaire, à savoir une hausse du taux d'impôt sur les sociétés en 2023 et un gel des seuils d'imposition des ménages à partir de 2022, tout en tenant la promesse électorale du parti conservateur de ne pas augmenter les taux d'imposition des revenus, les cotisations sociales ou encore la TVA.

- ✓ Le taux d'impôt sur les profits des sociétés passera de 19% à 25% en avril 2023, se rapprochant ainsi du taux moyen appliqué dans les autres pays avancés. Mais ce taux ne concernera pas les PME : les entreprises réalisant moins de 50 000 £ de bénéfices continueront à se voir appliquer un taux d'impôt à 19%. Seules les sociétés réalisant des profits de plus de 250 000 £ se verront appliquer le taux de 25%. Les banques seront par ailleurs peu affectées par cet impôt, en raison d'un taux de surcharge de 8% dont elles font déjà l'objet.

L'OBR estime que cette mesure permettra de réduire le déficit de 17 Mds £ par an (0,6% du PIB) jusqu'en 2025/26.

- ✓ Des recettes supplémentaires de 8 Mds £ par an seront apportées par un gel des seuils d'impôt des personnes. Après une dernière augmentation en ligne avec l'inflation des prix à la consommation planifiée en 2021-22, les seuils d'impôt de la première tranche et le seuil d'imposition supérieur seront gelés jusqu'en 2026.



**✓ Notre opinion** – Le choc de la pandémie oblige même les partis les plus conservateurs à bousculer leurs dogmes dans la gestion des finances publiques. La politique de resserrement budgétaire telle qu'annoncée par Rishi Sunak en est la bonne illustration. Alors que ses prédécesseurs conservateurs avaient réduit l'impôt des sociétés de 28% à 19%, Rishi Sunak a pris la décision audacieuse d'aller en sens inverse en annonçant une hausse pour 2023 de 19% à 25% – une première depuis 1974. Ce changement constitue la majeure partie du resserrement budgétaire planifié. Il permettrait d'éliminer le déficit budgétaire courant (déficit hors dépenses en capital) d'ici 2025-26.

En conséquence, le poids de la taxation devrait atteindre 35% du PIB en 2025-26, soit son plus haut niveau depuis la fin des années 60. La seule fois où ce niveau avait été dépassé c'était au lendemain de la Seconde Guerre Mondiale. Le poids de l'imposition avait été diminué au cours de l'ère Thatcher (de 34,1% en 1981-82 à 30,4% en 1990-91). Même George Osborne n'avait pas osé augmenter les impôts au cours de la décennie d'austérité qui a suivi la crise financière de 2008, en ayant opéré une consolidation budgétaire principalement à travers la baisse des dépenses publiques.

De plus, alors que les précédents gouvernements réduisaient les dépenses en capital pour diminuer le déficit, le gouvernement actuel n'a pas pris la décision de diminuer l'investissement public (qui passera de 1,9% du PIB en 2020-21 à 2,7% en 2025-26).

La composition de l'assiette fiscale marque également une rupture : Rishi Sunak fait porter le poids de cette hausse d'impôts aux grandes sociétés qui réalisent beaucoup de profits. Or, comme mentionné par l'OBR, au cours de la décennie passée, les gouvernements ont pu obtenir des recettes fiscales élevées en dépit d'un taux d'imposition toujours faible, grâce à l'élargissement de l'assiette fiscale en réduisant certaines déductions qui avaient pour effet de diminuer les bénéfices imposables.

Au-delà de l'effet temporaire de la « super déduction » des dépenses en investissement d'équipement au cours des deux prochaines années, la hausse de l'impôt sur les bénéfices des sociétés aura pour conséquence d'augmenter le coût du capital. Il devrait donc y avoir un effet d'éviction sur l'investissement depuis la sphère privée vers le secteur public, chose assez inhabituelle pour un gouvernement conservateur. C'est surtout mal venu pour une économie qui souffre notablement d'une faiblesse de l'investissement productif (le Brexit n'y a rien arrangé) et d'un besoin crucial d'amélioration de la productivité.

## Pays émergents

### Asie

#### Inde : un quatrième trimestre chargé d'espoir

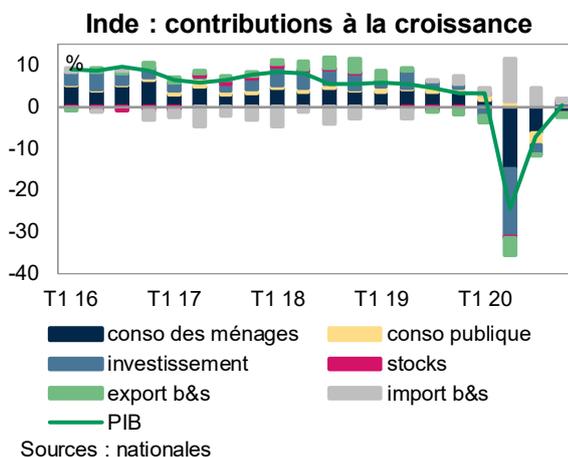
L'Inde a pris de l'avance sur sa sortie de récession en dévoilant un quatrième trimestre (troisième de l'année fiscale 2020/2021) meilleur qu'espéré.

Bien sûr, ce chiffre de 0,4% est à prendre avec précaution, les statistiques trimestrielles indiennes étant fréquemment réajustées et le point de comparaison (T4 2019) plutôt bas – l'économie indienne accusait une nette décélération avant la crise. Il n'empêche qu'il insuffle un petit vent d'espoir dans cette économie qui s'était littéralement effondrée au deuxième trimestre (contraction du PIB de près de 25%).

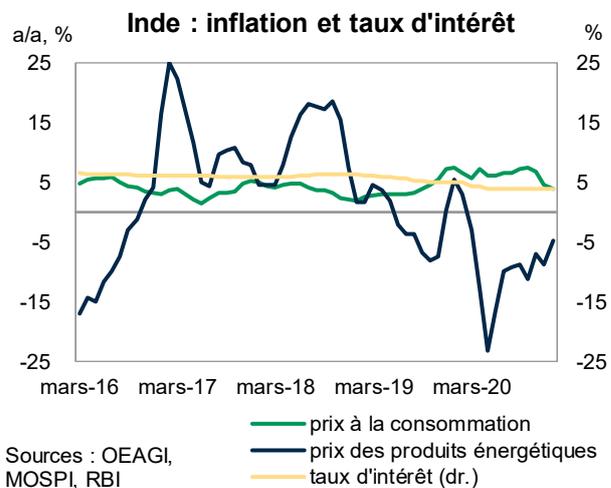
#### Derrière les 0,4%

Au-delà du chiffre brut, c'est surtout sa composition qui semble indiquer une amélioration réelle de l'environnement économique.

Première surprise, l'investissement a contribué positivement au PIB. Si l'on ajoute que le pays est un des rares au monde à avoir vu ses entrées d'IDE augmenter en 2020 (+13%, notamment grâce à des prises de participation de Google et Facebook dans des entreprises liées aux NTIC, notamment la plateforme de télécommunications Jio), ces deux nouvelles indiquent que l'Inde demeure un marché attractif pour les investisseurs étrangers et nationaux.



Deuxième surprise, la consommation des ménages est certes toujours en contraction, mais se redresse également vite. Sa contribution au PIB est ainsi passée de -15 points au T2, à -6,4 au T3 et à -1,4 au T4. Sa reprise est aidée par le net ralentissement de l'inflation, qui s'explique par la forte modération des prix alimentaires. Une respiration bienvenue pour l'économie indienne et la Banque centrale, qui devait composer avec des taux réels très négatifs et ne disposait plus d'aucune marge de manœuvre pour ajuster son taux directeur, sans risquer de déséquilibrer un peu plus le système monétaire.



Enfin, le commerce extérieur se rééquilibre. Alors que la valeur des importations s'était effondrée en raison, d'une part, de la faiblesse de la demande interne et, d'autre part, de la baisse des prix de l'énergie (le pétrole représente 25% des importations totales de l'Inde), l'Inde avait vu son solde courant – structurellement déficitaire – se rééquilibrer. Et si son solde commercial commence – très lentement – à augmenter de nouveau (on reste bien loin du plus haut de -190 milliards de dollars atteint en janvier 2019), l'Inde devrait encore bénéficier en 2021 de cette situation extérieure plus équilibrée, sauf bien sûr en cas de nette accélération des prix du pétrole. Les exportations seront également tirées par la production de vaccins contre le coronavirus, dont l'Inde devrait devenir le premier producteur mondial.

#### La route est encore longue

Oui, la trajectoire de reprise est bien engagée. La récession a été moins profonde que dans les projections du FMI et l'Inde n'aura finalement connu que deux trimestres de récession.

Gardons cependant à l'esprit que le tableau offert par les chiffres du quatrième trimestre demeure très incomplet, car il ne dit rien – ou presque – des impacts plus sociaux de la crise.

Rappelons qu'il faut une croissance annuelle de 7% pour que l'Inde intègre tous ses nouveaux entrants sur le marché du travail, lui-même composé à 90% de travailleurs informels. Et donc que chaque trimestre de croissance inférieure – et a fortiori de récession, surtout quand elle atteint -25% comme au T2 – est autant de retard pris dans cette intégration.

Durant les prochains mois, d'autres chiffres positifs vont nécessairement tomber. Ils seront sûrement impressionnants, puisqu'on parle déjà d'une croissance 2021 supérieure à 11%. Ils ne devront

cependant pas faire oublier qu'ils ne seront avant tout que le fruit d'effets de base particulièrement puissants, ni effacer tous les problèmes structurels

que connaissaient déjà l'Inde avant la crise (secteur bancaire défaillant, finances publiques déséquilibrées, rythme de croissance ralenti).

## Moyen-Orient et Afrique du Nord

### Égypte : légère amélioration sur le front conjoncturel

Seul pays du Moyen-Orient qui ne connaîtra pas de récession en 2020 et l'un des rares pays au monde dans cette situation, l'année passée aura toutefois été une année difficile pour l'Égypte sur le plan économique.

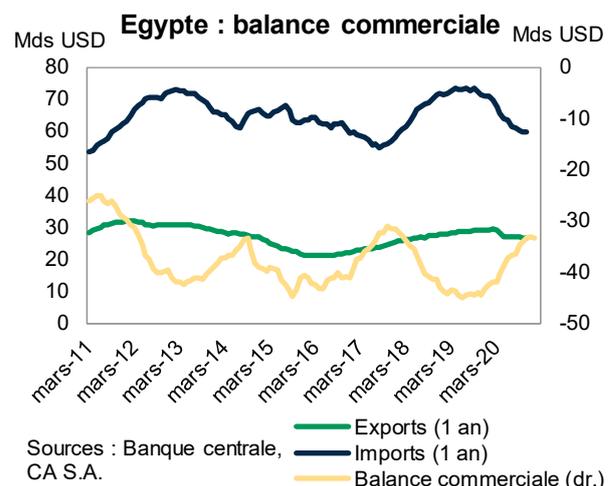
En premier lieu, la croissance du PIB est très résistante en 2020 grâce au niveau élevé de départ de 5,6% en 2019 et de 5% au premier trimestre 2020. Malgré une chute de 7,3% par rapport à la moyenne 2019, la récession n'aura donc été que de 1,7% au deuxième trimestre. Selon des estimations préliminaires, le PIB aurait crû de 0,7%, suggérant que l'Égypte est sortie de récession dès l'été dernier. Le quatrième trimestre devrait être médiocre, compte tenu du regain de contaminations et des restrictions en décembre. Au total, la croissance du PIB devrait s'établir à 1,3% pour l'année 2020, une belle performance dans un contexte de pandémie.

Celle-ci n'est d'ailleurs pas totalement maîtrisée et la forte remontée des contaminations et des morts à partir de janvier 2021 propulse le nombre de contaminés à 183 000 personnes et 11 000 morts (un nombre plutôt contenu pour la taille du pays, mais un taux de décès élevé de 7,7% qui illustre les limites du système de santé). Le pays compte beaucoup sur une vaccination collective (Astra-Zeneca et Sino-pharm) pour éradiquer le coronavirus et reçoit ses premières livraisons début 2021.

En ce qui concerne la balance des biens, Les importations de biens ont fortement chuté en raison de la baisse de la consommation des ménages qui a été affectée et des coûts de pétrole bas (42 dollars). Elles ont diminué plus que les exportations de biens, ce qui a permis une réduction significative du déficit commercial des biens (33,4 milliards de dollars pour 42 en septembre 2019).

Néanmoins, il s'agit d'une situation de crise, proche de celle de 2017 avant la dévaluation de la livre et l'Égypte devrait retrouver un déficit commercial au fur et à mesure de la normalisation de la situation économique et de la reprise de la consommation des ménages.

D'un point de vue sectoriel, le panorama est plus contrasté : les fermetures de nombreux secteurs ont un impact très négatif, notamment sur les activités produisant des recettes en devises. La balance des services reste donc très problématique en l'absence de reprise vigoureuse des activités de tourisme. Ce dernier s'effondre de 70% en 2020 et met de nombreuses entreprises en danger. En revanche, les transferts des émigrés progressent de 10% (cumul a/a) à fin mai 2020, soutenues par les remises des pays du Golfe. Au total, les 28 milliards de dollars par an qu'elles totalisent représentent 9% du PIB, l'un des taux les plus élevés au monde. De leur côté, les recettes du canal sont assez stables.



Malgré une chute des investissements, le soutien du secteur public a contenu l'impact négatif sur la population et le chômage a baissé de 9% au printemps à 7,2% en novembre 2020, ce qui semble apaiser les tensions sociales. Au total, la détérioration macro-économique est proportionnellement plus modérée que dans les autres pays de la région.

La croissance pourrait se redresser à 3,6% en 2021, mais l'ampleur du redressement en 2021 reste encore incertaine. Cela dépendra du calendrier de vaccination et de la reprise ou non du tourisme en 2021.

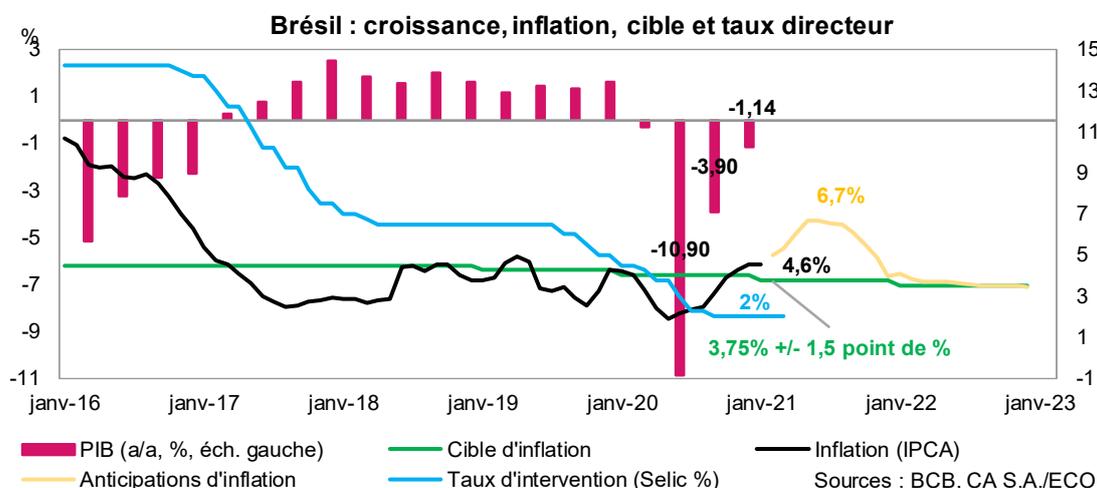
**Notre opinion** – En ce qui concerne les niveaux d'endettement, ceux-ci restent préoccupants. L'État est surendetté (90% du PIB) et la tendance est à nouveau à la hausse, car le déficit restera élevé (8% du PIB en 2020 et sans doute autant en 2021). Le double surendettement public et externe (deux fois les exportations) va encore progresser, compte tenu des aides du FMI et ne diminuera qu'à très long terme. Cette nouvelle crise va donc retarder le retour des IDE.

## Amérique latine

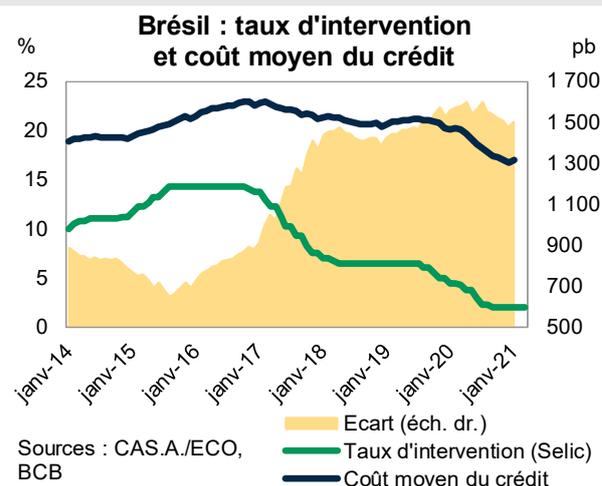
### Brésil : un vrai V (qui ne préjuge pas de la reprise à venir)

Au terme d'une année particulièrement chaotique, marquée par un plongeon de 9% (en variation trimestrielle au deuxième trimestre) suivi d'une récupération vigoureuse au second semestre (7,7% puis 3,2%), la récession s'est finalement établie à -4,1% en moyenne en 2020. Le PIB du dernier trimestre reste inférieur de 1,1% à son niveau pré-crise (fin 2019). Du côté de l'offre, alors que le secteur agricole « immunisé » contre les effets de la pandémie croît en moyenne de 2%, ce sont évidemment les services qui paient le plus lourd tribut (contraction annuelle moyenne de 4,5% en dépit de la récupération en fin d'année), suivis par

l'industrie (-3,5%). Du côté de la demande, si le sursaut très marqué de l'investissement productif au cours de la seconde partie de l'année permet de limiter son repli moyen à moins de 1%, la récupération très imparfaite de la consommation privée porte sa baisse à 5,5%. Le recul marqué des importations (-10% en moyenne en dépit de leur rebond en fin d'année suscité par les exportations pétrolières), conjugué à une contraction modeste des exportations (-1,8%), permet à la contribution des échanges extérieurs nets d'être positive (1 point de %). Fin 2020, l'acquis de croissance atteint 3,7%.



**Notre opinion** – Avant de s'interroger sur la vigueur de la reprise à venir (dont le rebond du second semestre ne préjuge pas), on peut se réjouir d'une récession qui, à « seulement » près de 4%, a finalement déjoué les prévisions du FMI pourtant devenues progressivement moins pessimistes (-9,1% en juin, puis -5,8% en octobre). Aux dommages collatéraux près sur les finances publiques, le ministère des Finances<sup>1</sup> peut légitimement se féliciter de cette contraction limitée, notamment au regard de celle de quelques-uns de ses voisins latino-américains (-8,7% au Mexique et -6,8% en Colombie). Les politiques monétaire et budgétaire ont donc évité un ralentissement économique plus sévère et amorti les pertes de revenus notamment des ménages les plus modestes<sup>2</sup>. Le repli de la demande interne couplé à une forte dépréciation du real (passé de 4 pour un dollar en janvier 2020 à un pic de 5,90 en mai pour aujourd'hui, toujours sous pression, s'établir à 5,67) s'est traduit par un déficit courant modeste (0,9% du PIB sur l'année), toujours financé par des investissements directs en repli mais encore substantiels (2,4% du PIB).

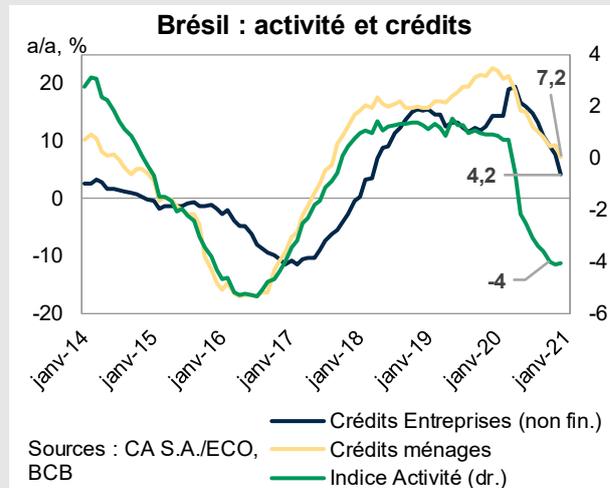


<sup>1</sup> Secretaria de Política Econômica do Ministério da Economia (SPE/ME) – « Nota informativa Atividade Econômica, Resultado PIB 2020 e Perspectivas » (3 mars 2021).

<sup>2</sup> Le taux d'épargne nationale aurait augmenté de près de 2,5 points et atteindrait 15% du PIB, l'augmentation de l'épargne privée (d'environ 12 points vers 30% du PIB) compensant l'accroissement de la désépargne publique (-15% du PIB).

Le FMI table sur une reprise de 2,8% en 2021, alors que les prévisions officielles la situent autour de 4%. La poursuite de la reprise au rythme observé en fin d'année (déjà moins vigoureuse après le rebond largement technique du deuxième trimestre) est évidemment compromise : deuxième vague de pandémie sévère (nombre de cas, mortalité, saturation des hôpitaux, lenteur de la vaccination, etc.) même si elle est peu susceptible de s'accompagner de mesures strictes et généralisées de réduction de la mobilité, épuisement des marges budgétaires (compte tenu de la règle du plafond des dépenses, seule une aide d'urgence aux ménages les plus modestes limitée en montant et en durée est envisageable et discutée ; son montant avoisinerait 44 milliards de reais, soit 0,5% du PIB), pressions inflationnistes suggérant que l'accommodation monétaire est parvenue à son terme (le marché table désormais une hausse de 75 points de base du taux directeur lors de la prochaine réunion du 17 mars).

La faiblesse du taux directeur (Selic à 2% depuis août) a contribué à alléger le coût d'endettement public (en dépit de la forte pentification de la courbe en monnaie locale avec des taux gouvernementaux à dix ans passés d'un creux de 6,15% en juillet à 8,54% aujourd'hui). L'impact sur le coût du crédit bancaire est, en revanche, nettement moins évident bien qu'à la différence de la crise précédente (2015-2016), le crédit « non affecté » ait continué de progresser en 2020. Le FMI insiste donc sur les mesures structurelles visant à réduire les coûts d'intermédiation financière et à améliorer la transmission de la politique monétaire. Il plaide pour une réduction permanente des réserves obligatoires<sup>3</sup>, afin de réduire les coûts de liquidité des banques et d'accroître le crédit à destination des entreprises et des ménages.



## Afrique sub-saharienne

### Maurice et Seychelles : l'arrêt du tourisme fait décrocher la balance courante

Selon les derniers chiffres du FMI, Maurice et les Seychelles sont les deux économies sub-sahariennes qui devraient connaître les récessions les plus profondes en 2020. Les deux pays devraient voir leur PIB se contracter d'environ 14%. Ces résultats catastrophiques tiennent à leur dépendance au tourisme : à Maurice, les recettes d'exportation liées à cette industrie représentaient 14,4% du PIB en 2019. Aux Seychelles, ce chiffre monte à 36,3% du PIB. La conséquence la plus directe de la crise sanitaire mondiale a donc été une chute de l'activité dans le secteur de l'hôtellerie et de la restauration. Ce secteur représente 8% de la valeur ajoutée de l'économie mauricienne et 14% de celle des Seychelles en 2019. Au cours des trois premiers trimestres de 2020, ce secteur a perdu plus de 60% de son activité dans les deux pays. Autre conséquence, intimement liée à la première, les monnaies de ces deux nations ont chuté face au dollar américain (-9% pour la roupie mauricienne et -52% pour la roupie seychelloise), en raison du recul des recettes d'exportation.

### Maurice profite de sa diversification

Pour tempérer ce choc et se relever plus rapidement, l'économie mauricienne peut compter sur la diversité de ses exportations : l'île dispose d'une agriculture spécialisée dans la production de sucre et d'une industrie textile développée. Ainsi, ces biens représentaient 41% du total des exportations en 2019. En 2020, alors que les exportations de services se sont contractées de 33% sur les trois premiers trimestres, les exportations de biens ne se sont contractées que de 20%, avec un redressement dès le troisième trimestre (-2% en variation annuelle au T3 pour les biens, contre -59% pour les services).

Cette diversification de l'économie mauricienne pèse également dans la balance du côté des risques, notamment en raison de son secteur financier dont les actifs représentent trois fois le PIB. Ce secteur est central dans la décision de la Commission européenne de placer le pays sur sa liste noire des pays ne participant pas à la lutte contre les flux illicites. Cette décision devrait peser sur les flux d'IDE à destination de Maurice, pourtant cruciaux pour le financement de la balance courante. Le

<sup>3</sup> Après avoir abaissé le taux de réserves obligatoires de 32 à 25% en mars 2020, la Banque centrale a adopté une réduction temporaire supplémentaire à 17% afin de fournir des liquidités aux banques en raison du choc lié à la Covid. Le taux devrait de nouveau augmenter en avril à 20% (FMI, Consultation Art. IV, décembre 2020).

secteur agricole, qui devrait être le moteur de la croissance dans les années à venir, grâce aux prix élevés des denrées alimentaires, est également un facteur de risques, en raison de son exposition aux événements climatiques. Selon la Banque mondiale, le pays a chaque année 1% de chance de subir des dommages s'élevant à 16% de son PIB.

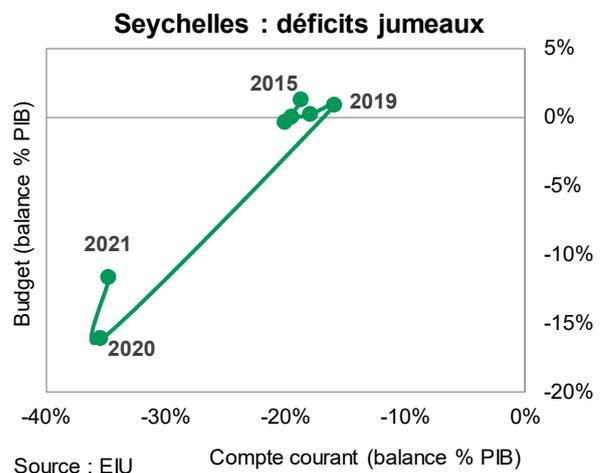
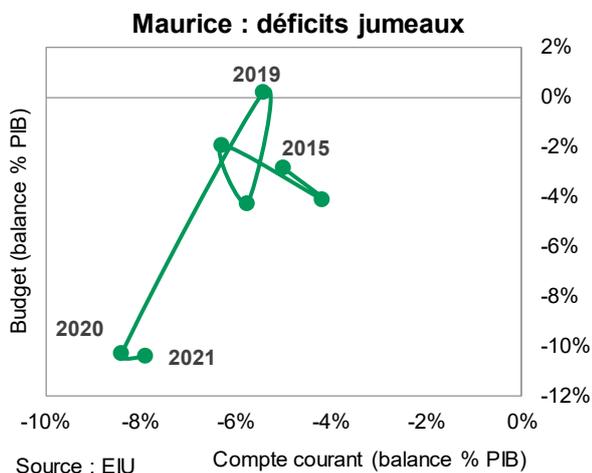
Maurice peut également profiter de son niveau de vie élevé, notamment via le soutien du gouvernement à l'économie, mais au prix d'une détérioration des ratios de dette. La dette publique devrait atteindre 78,2% du PIB fin juin 2021 selon le gouvernement, avec pour objectif de la ramener à 75,3% du PIB en juin 2023. Si le secteur public est peu endetté en devises (la dette externe devrait représenter 21% de la dette publique à horizon 2023), la dette externe totale devrait dépasser la barre des 100% du PIB en 2020.

En dépit de ces forces et de la solidité institutionnelle de Maurice, les piètres perspectives du secteur du

tourisme ont poussé l'agence de notation Moody's à dégradé début mars la note du pays à Baa2, tout en maintenant un *outlook* négatif.

### Les Seychelles subissent leur dépendance

Aux Seychelles, où les revenus du tourisme représentent les trois quarts des revenus en devises, la détérioration des déficits jumeaux est encore plus impressionnante. La petite économie a donc reçu un soutien du FMI sous la forme d'un financement d'urgence d'un montant de 31 millions de dollars (soit 3% du PIB). La dette publique devrait bondir autour de 90% du PIB en 2020 (contre 55% en 2019). La trajectoire de cette dette après 2020 sera cruciale pour la solidité du pays. Le ratio pourrait friser les 100% du PIB, en raison de la part importante de la dette en devises dans le total (50% en 2019).



**☑ Notre opinion** – Pour se relever de cette crise, les deux pays comptent sur la vaccination, et donc sur le retour du tourisme. Leur positionnement, centré sur le tourisme premium, permet d'espérer un impact atténué sur les arrivées touristiques post-Covid, malgré la crise économique en Europe et en Asie.

Pour accélérer l'arrivée de cette ère post-Covid, les deux pays profitent des rivalités entre puissances dans l'Océan Indien : elles leur ont permis d'être les premiers pays sub-sahariens à commencer leurs campagnes vaccinales grâce à des dons indiens et émiratis. Déjà en première ligne de la diplomatie vaccinale indienne, Maurice compte également sur un accord de libre-échange signé avec le géant voisin pour porter sa reprise économique. Cela fait suite à un autre accord de libre-échange, entré en vigueur en début d'année, mais cette fois-ci avec la Chine. Au cœur de la crise, la petite nation a également reçu un soutien important, sous forme de prêt, de la part de l'agence de développement du Japon. L'île Maurice saisit donc largement les opportunités offertes par l'intérêt des grandes puissances pour l'Océan Indien, non pas pour renforcer sa rente touristique, mais pour s'assurer d'une reprise économique plus diversifiée. Malgré tous ces efforts, le risque climatique auquel Maurice est exposé est, lui, difficilement diversifiable. Ces efforts de diversification devraient améliorer la résilience de l'économie face aux chocs macro-économiques externes, sans pour autant apporter de solution durable à la vulnérabilité face aux chocs d'origine climatique.

## Géo-économie

### 👉 « *China Standards 2035* », là où la mondialisation rencontre la géopolitique

#### De quoi s'agit-il ? Prendre le *leadership* de la standardisation globale

« *China Standards 2035* » est un plan de politiques publiques décennal, qui doit être publié bientôt, et censé fixer certaines orientations de l'économie chinoise autour d'un objectif central : **faire de la Chine le principal pays exportateur de standards internationaux dans les quinze prochaines années**. La question des standards est essentielle : elle est à la fois au cœur des mécanismes qui ont fait la globalisation, et elle est aussi devenue un enjeu géopolitique majeur.



#### Les standards internationaux sont au cœur de la globalisation

Le terme doit d'abord être entendu dans le sens commun ; ce qui est courant, habituel, similaire. Ce sont ainsi aujourd'hui des normes de production et d'utilisation techniques de biens et services, permettant d'uniformiser et de connecter les industries et les marchés du monde entier. Les standards peuvent être adoptés de façon volontaire ou devenir obligatoires, et ils sont à distinguer des brevets, qui ne visent pas à faciliter les échanges, mais à protéger la propriété intellectuelle. Leur rôle dans le commerce international est majeur, car ils sont des moteurs d'agrandissement des marchés, d'interopérabilité des entreprises, de stimulation de l'innovation, et d'économie d'échelle au sein des chaînes de valeur.

C'est effectivement pour faire face aux besoins de coordination que demande la standardisation à l'échelle mondiale que fut fondée [l'International Electronics Commission](#) dès 1906, puis quarante ans plus tard l'[ISO](#) (du grec *isos*, « égal »). L'institutionnalisation de la standardisation précède donc, autant qu'elle accompagne et rend possible, la globalisation commerciale et financière de l'après-guerre. Ces organisations internationales, en charge de formaliser, publier, et répandre les standards, sont restées des acteurs majeurs du commerce international : la [standardisation des containers](#) fut poussée à partir de 1960 par l'ISO, et reste un déterminant essentiel de la mondialisation. Ainsi, on retrouve peu à peu des standards partout : des câbles HDMI au réseau Wifi, en passant par les prises électriques ou le secteur agro-alimentaire.

Les enjeux liés à la standardisation sont donc ceux des technologies de l'époque, ou plutôt de celles qui restent à déployer. Aujourd'hui, le secteur des énergies renouvelables, et, plus largement, des « technologies vertes » est au cœur des débats : accroissement des seuils d'exigence, besoin de coordination internationale, et compétition pour faire valoir « sa » technologie comme celle à adopter. « *Qui fait la norme fait le marché* »<sup>4</sup>...

#### Le contexte ? L'aboutissement d'une stratégie chinoise de long terme et le produit de la planification industrielle

*China Standard 2035* est un bel exemple des méthodes de pilotage par planification du pouvoir chinois, et il s'inscrit par ailleurs dans la continuité du « *Made in China 2025* ». Pour rappel, celui-ci visait à faire de la Chine la première puissance industrielle mondiale, tout en assurant une forte autonomie de production, notamment technologique. **Tous les grands plans de développement chinois ont en même temps ces trois dimensions, à la fois internes et externes** : une ambition de développement industriel, un autre de développement territorial et, enfin, la volonté de piloter le déploiement d'une puissance internationale. De plus, la succession historique de ces plans a été dessinée à partir de l'idée que les dirigeants chinois se font de la hiérarchie des entreprises. **Le troisième tiers fabrique, le deuxième tiers innove et le premier tiers définit les standards et normes internationales**. « *China Standards 2035* » est donc le plan censé préparer les entreprises, et le pays dans son ensemble, à rentrer dans le « troisième tiers ». Il se situe dans continuité d'un ensemble qui semble cohérent de politiques publiques poursuivie depuis plusieurs décennies.

Mais l'attention portée par le gouvernement chinois aux standards est aussi une réaction aux événements et procède de trois constats, très bien développés dans une note de l'IFRI<sup>5</sup>. Le premier, qui a été fait officiellement en 2015 par le Conseil des Affaires de l'État, est celui d'un retard chinois au moment de la première vague technologique, quant à cette capacité à produire de la standardisation. Le coût de ce retard a été substantiel. La Chine fut ainsi contrainte d'investir des milliards de dollars pour adapter son réseau 3G aux standards internationaux. **Il s'agit donc de passer du rôle de *rule-taker* à celui de *rule-maker***, et Huawei dépenserait ainsi annuellement, depuis plusieurs années, 15% de ses ressources en R&D dans le but explicite de fixer des nouveaux standards internationaux, notamment pour la 5G.

Le deuxième constat fait par les autorités chinoises renvoie à la structure même de la gouvernance : dans les pays occidentaux, leaders sur les questions de standardisation mondiale, la production de normes vient majoritairement du secteur privé, alors qu'elle est essentiellement stimulée par l'État en Chine. C'est sans surprise : vision dirigiste classique du développement dans ce pays... La réforme de 2017 (après avoir pris conseil auprès des organismes de labellisation européens, du type Afnor pour

<sup>4</sup> Werner Von Siemens

<sup>5</sup> John Seaman, « *China and the Geopolitics of Technical Standardisation* », Notes de l'IFRI, janvier 2020

la France !) conduit alors à un système qui se veut un peu plus équilibré dans les rôles respectifs de l'État et du secteur privé : Il s'agit de reconnaître l'expertise du secteur privé tout en permettant à l'administration d'aiguiller vers des industries considérées comme stratégiques. Tentative – mesurée – d'une hybridation de la gouvernance économique, caractéristique du modèle chinois. Tentative dont le succès n'est d'ailleurs pas assuré, car la collaboration public-privé crée de nouvelles incohérences institutionnelles et des phénomènes d'incitations, et elle reste donc un processus délicat pour toutes les économies planifiées<sup>6</sup>.

Dernier constat, le développement de la classe moyenne et la multiplication de scandales écologiques et sanitaires imposent la standardisation comme un impératif politique pour la santé et l'environnement. Il fallait réglementer les excès et créer des normes allant de la sécurité des mineurs de fond à l'impact environnemental des usines à charbon, en passant par l'hygiène alimentaire. L'intégration de la Chine dans l'OMC a d'ailleurs stimulé le développement de ce type de normes, et que dire du contexte sanitaire actuel ! On estime aujourd'hui que le pays a mis en œuvre les standards internationaux à hauteur de 50% du *corpus* total ISO/CEI<sup>7</sup>, et 95% pour les biens de consommation.

### L'enjeu ? Façonner la globalisation des technologies émergentes

« *China Standard 2035* » est donc à la fois l'aboutissement d'un long processus d'adaptation à la globalisation et d'émergence industrielle de la Chine. Mais il s'agit à présent de la capacité à diriger l'émergence de nouvelles technologies (5G, IA, Internet de l'objet, *Smart Cities*, véhicules autonomes, énergies renouvelables, semi-processeurs etc.). La logique est la suivante. En combinant une recherche scientifique de pointe et une maîtrise des standards internationaux pour façonner les technologies déterminantes, la Chine pourra prendre le *leadership* économique de demain. Cela peut fonctionner : Pékin est à l'origine de la totalité des propositions de standards pour la surveillance numérique soumise à l'*International Telecom Union* (ITU), entre 2016 et 2019<sup>8</sup>.

Derrière cette domination économique se profilent très vite les enjeux géopolitiques. La standardisation permet d'abord de tracer un chemin technologique durable et déterminant pour le développement des pays (ce que l'économie des institutions appelle le *path dependancy*). En cela, la Chine s'assure d'une influence pérenne auprès des États qui adopteront ses standards. Dans un contexte géopolitique d'affrontement hégémonique avec les États-Unis, il s'agit ensuite de « verrouiller » des secteurs et des

pays, **qui deviennent dépendants de la technologie chinoise**. Ainsi, la compétitivité de Pékin dans le domaine du numérique lui permet de prétendre fixer les normes auxquelles ressembleront la e-médecine ou les énergies renouvelables de demain. Quant au e-commerce, il est déjà largement influencé par les innovations apportées par les géants chinois Alibaba, ou Tencent.

Cela peut aller beaucoup plus loin si le verrouillage normatif touche au militaire ou à la société civile. En construisant les infrastructures numériques d'un État (la 5G ou la vidéo-surveillance), la Chine se met ainsi en position de limiter, voire d'interdire toute connectivité avec un réseau étranger, pour des raisons évidentes de cybersécurité. Les Nouvelles Routes de la Soie ressemblent parfois singulièrement à une mise en pratique puissante de cette stratégie de création d'un « espace chinois » qui pose à chaque pays concerné la question de sa souveraineté, de ses secteurs stratégiques, et de ses points critiques de vulnérabilité.

Par exemple, la collaboration chinoise avec la Serbie va bien au-delà de la géo-économie, quand il s'agit d'équiper Belgrade de caméras de surveillance, ce qui est une façon d'exporter le concept très particulier de *safe city*, dans lequel se mêlent les enjeux politiques et technologiques. Les équipements militaires serbes contiendraient aussi des pièces fabriquées par Huawei. Ce n'est pas anodin dans un pays en négociation avec l'Union européenne et dans une région où l'Otan vient d'intégrer le Monténégro et la Macédoine du Nord. Ce n'est pas anodin non plus dans un contexte où les États-Unis comme l'Union européenne sont en train d'affirmer (y compris juridiquement) une « géopolitique des droits de l'Homme » qui leur sert au passage à ressouder l'alliance Atlantique.

Cependant, la partie est loin d'être jouée en ce qui concerne les standards de demain, et il ne faut pas non plus surestimer la capacité chinoise à rattraper son retard, même si l'effet croisé volume/croissance de ce pays l'avantage *de facto*, ainsi qu'une géo-économie d'influence très offensive. Ainsi, une étude de Naomi Wilson, pour le *Council of Foreign Relations*, montre que si la Chine soumet effectivement de plus en plus de standards aux organisations internationales dédiées et en prend parfois la tête (Zhao Houlin est depuis 2015 secrétaire général de l'*International Telecom Union*), **elle est encore loin d'être l'acteur décisif qu'elle souhaite être dans ce domaine**. Notamment, car la quantité ne remplace pas la qualité.

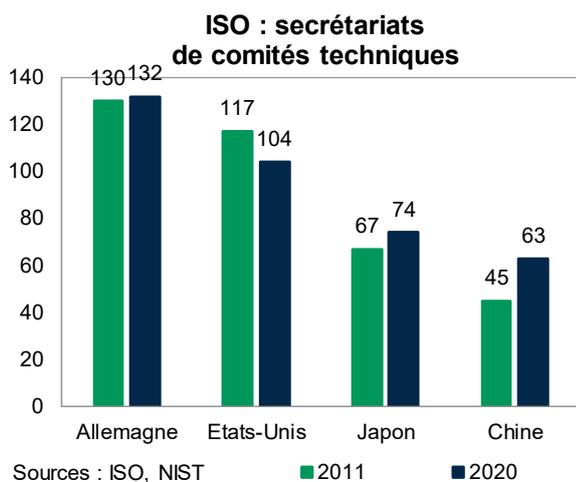
En effet, si les incitations économiques internes poussent les entreprises chinoises à multiplier les propositions de standards, pour pouvoir bénéficier de subventions étatiques, cela ne veut pas dire que ces derniers façonneront les technologies de

<sup>6</sup> Sur ce sujet, voir les travaux de Janos Kornai

<sup>7</sup> John Seaman, « *China and the Geopolitics of Technical Standardisation* », Note de l'IFRI, janvier 2020

<sup>8</sup> « *China shows its dominance in surveillance technology* », *Financial Times*, 27 décembre 2019

demain sur la scène internationale. Il faudrait pour cela que la Chine se trouve à la « frontière technologique » (le niveau le plus avancé de la recherche) dans davantage de domaines. Et les exemples de pays ayant rejetés les standards internationaux pour adopter des standards chinois manquent à l'appel! **Par ailleurs, la prise de conscience du rattrapage chinois par les acteurs occidentaux les pousse à réagir, que ce soit en termes de certification, mais aussi de fabrication.** Ainsi, dans le secteur des semi-conducteurs, si « la Chine accélère sa quête d'autonomie. Les États-Unis et l'Europe souhaitent fortement se doter à nouveau de fonderies et de capacités de fabrication<sup>9</sup> ».



Au final, l'UE et les États-Unis restent donc les acteurs majeurs de l'ISO et de l'IEC, et si la présence chinoise croît très vite, elle est encore en deçà de celles de ses rivaux.

**Perspective ? Vers une duplication des standards techniques internationaux ?**

La bataille pour l'imposition de standards internationaux se déroulera donc sur le terrain des innovations technologiques, qui les déterminent bien plus sûrement que les certifications de l'ISO. Sur le long terme, **le scénario d'une fragmentation possible des espaces économiques** et géopolitiques est une vraie question. Cela constituerait alors la fin des standards internationaux comme moteurs de l'intégration économique mondiale.

**Le risque et l'enjeu vont être particulièrement forts en ce qui concerne les pays les moins développés et les plus dépendants** des partenariats technologiques avec les grandes puissances. Quant à ces dernières, la perception beaucoup plus aiguë désormais des enjeux de souveraineté ne peut que les inciter à intégrer encore plus la standardisation comme une composante parmi d'autres d'une vision géostratégique globale. **Dans ce domaine également, la géopolitique est appelée à gommer de plus en plus les frontières entre secteur privé et public.**

 **News géo-économiques**

**Arabie saoudite : La publication d'un rapport des services américains relance l'affaire Khashoggi** – Le prince héritier Mohammed Ben Salman (« MbS ») y est **directement accusé d'avoir approuvé l'opération** ayant conduit au meurtre en 2018 de Jamal Khashoggi, journaliste saoudien critique envers le royaume, par une équipe issue des services secrets et dans les locaux du consulat saoudien à Istanbul. Cette présomption n'est pas nouvelle et est largement partagée de par le monde, mais c'est la première fois que les États-Unis confirment officiellement les suspicions de la CIA. L'administration Biden et le secrétaire d'État, Anthony Blinken, souhaitent désormais « **recalibrer** » **plutôt que « rompre »** la relation avec l'Arabie saoudite. Les États-Unis n'ont donc pour l'instant pas imposés de sanctions contre MbS lui-même, contrairement aux demandes de certains démocrates, et contrairement à ce que suggère le lancement de procédures judiciaires par l'Allemagne. Ils privilégient néanmoins les contacts directs avec le roi Salman et identifient donc MbS comme « *persona non grata* ».

C'est une première étape pour Biden et Blinken. Ceux-ci doivent ainsi montrer leurs intentions de

faire respecter le droit international, ce qui est très attendu par leurs alliés européens notamment, tout en ménageant un allié saoudien qui reste très assertif dans la région. L'équilibre diplomatique de cette équation sera sans doute compliqué à trouver, mais il est désormais clair que **le ton du discours américain a changé** depuis l'élection du président Biden.

**La pression internationale s'intensifie pour la Birmanie** – Le représentant du pays à l'ONU a demandé vendredi 26 février à l'organisation de défendre les manifestants, avant d'être renvoyé. Le mardi suivant, ce sont les ministres des Affaires étrangères de l'ASEAN qui ont rencontré le ministre des Affaires étrangères birman pour lui demander de cesser les répressions contre les manifestants. Les enjeux sont multiples. Pour les démocraties occidentales, et surtout les États-Unis, il s'agit d'affirmer l'importance de la démocratie, afin de **concrétiser l'objectif « d'alliance des démocraties » face à la Chine.**

Pour l'ASEAN, malgré sa politique stricte de non-intervention, **il s'agit de rester l'interlocuteur**

<sup>9</sup> Rabindra Rengaradjalou, *Supply chain* perturbée mais impact de la Covid-19 limité, [ECOTOUR 2021](#), février 2021

**incontournable pour les affaires de la région**, alors que l'Asie du Sud-est devient jour après jour davantage un terrain d'affrontement pour la rivalité sino-américaine. La présence de multiples régimes non-démocratiques au sein de l'organisation (Thaïlande, Philippines, Vietnam...) suggère que les pressions resteront faibles. Néanmoins, la représentation au sein de l'ASEAN d'un régime considéré comme profondément illégitime par l'UE, l'Australie, ou encore le Japon, risque d'handicaper sérieusement les démarches diplomatiques de l'organisation<sup>10</sup>. Cela pourrait être pour **l'ASEAN les prémices d'une forme de dilemme stratégique**, né de la rivalité entre la Chine et les États-Unis dans la région, qui fragiliserait une neutralité stratégique récemment réaffirmée avec la participation de la plupart des pays de la zone au RCEP (sauf l'Inde).

**Janet Yellen et le multilatéralisme dans l'ère Biden** – Dans ses lettres à ses correspondants du G20, la nouvelle secrétaire au Trésor américaine a fait en quelques jours deux annonces signalant **un changement de cap profond**. Premièrement<sup>11</sup>, Mme Yellen a soutenu la distribution de davantage de fonds financiers par le FMI aux économies en voie de développement, une mesure auparavant bloquée par les États-Unis (premiers contributeurs du FMI). Deuxièmement<sup>12</sup>, elle a abandonné un point de controverse important des négociations d'une taxe numérique globale, faisant significativement avancer la perspective de celle-ci. Si le président Biden s'est fait élire en promettant de faire une politique internationale « au service des Américains », il a également promis à l'international le retour de l'engagement américain pour le multilatéralisme et de ses institutions.

Il semblerait donc que Mme Yellen soit une actrice décisive de cette stratégie double. En somme, bien que l'objectif reste toujours la préservation de la position économique dominante des États-Unis, ceux-ci sont désormais prêts à faire des concessions pour s'assurer la coopération de leurs alliés. Si les détails de cette nouvelle politique internationale ne sont pas encore pas très clairs, le choix même de Mme Yellen, personnalité respectée et reconnue, comme secrétaire au Trésor, signale le désir de retrouver une légitimité internationale américaine en

berne. Et ainsi, de reconstruire le *leadership* américain dans le monde, programme clairement annoncé de Blinken.

**Maroc-Sahara occidental : succès marocain au Conseil des droits de l'Homme de l'ONU, tensions avec l'Algérie et l'Allemagne** – Réuni à Genève en février dernier, le Conseil s'est intéressé au cas du Sahara occidental et de l'évolution des droits de l'Homme au Maroc. Dans leur majorité, les pays membres ont donné un *satisfecit* au Maroc pour ses progrès en matière de droits de l'Homme. Ils ont également plus ou moins avalisé l'autorité administrative du pays sur le Sahara occidental après la reconnaissance de la souveraineté marocaine sur ce territoire par les États-Unis et divers pays du Golfe. Ce mouvement a provoqué la colère de l'Algérie qui s'oppose à cette reconnaissance. Des tensions sont également apparues avec l'Allemagne sur divers sujets, et notamment celui de cette reconnaissance.

Le Conseil des droits de l'Homme de l'ONU (qui a succédé à la Commission en 2006) est une instance en marge des Nations-unies et composée de quarante-sept membres (selon un principe de participation tournante parmi les pays membres) et dont l'objectif est de servir d'observatoire au respect des droits de l'Homme dans tous les pays du monde. Son histoire récente a été un peu mouvementée, notamment en raison du retrait récent des États-Unis sous la présidence Trump. L'administration Biden a décidé que les États-Unis devaient redevenir membres de l'institution.

**Israël-Iran : catastrophe écologique provoquée ?** Selon les autorités israéliennes, la marée noire qui frappe actuellement les côtes d'Israël, du Sud-Liban et de Gaza a été provoquée par un navire battant pavillon du Panama, détenu et exploité par un propriétaire libyen jusqu'en décembre 2020, affrété par l'Iran et transportant du pétrole à destination de la Syrie. Après avoir suspecté un navire grec, c'est la conclusion à laquelle sont parvenus les responsables de Tel Aviv. Israël accuse l'Iran de terrorisme écologique. Si cette conclusion est avérée, cette catastrophe écologique d'ampleur pourrait signer un regain d'hostilité entre Jérusalem et Téhéran.

<sup>10</sup> [“The coup in Myanmar and the threat to ASEAN centrality”](#), Aaron Connelly, IJSS, 1<sup>er</sup> mars 2021

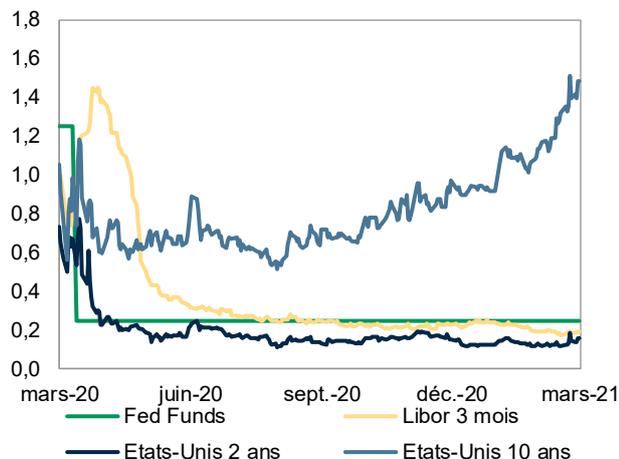
<sup>11</sup> [Yellen backs fresh financial support for low-income countries](#), *Financial Times*, 25 février 2021

<sup>12</sup> [US removes stumbling block to global deal on digital tax](#), *Financial Times*, 26 février 2021

## Tendances à suivre

### Taux d'intérêt en dollar américain

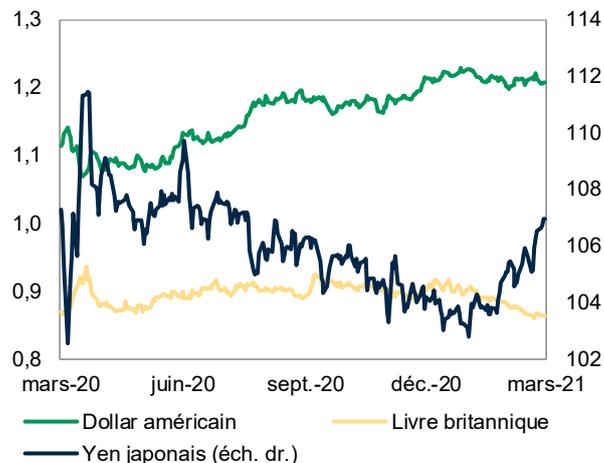
%, interbancaire (Londres) et souverains (Etats-Unis)



Source : Thomson Reuters

### Taux de change des principales devises

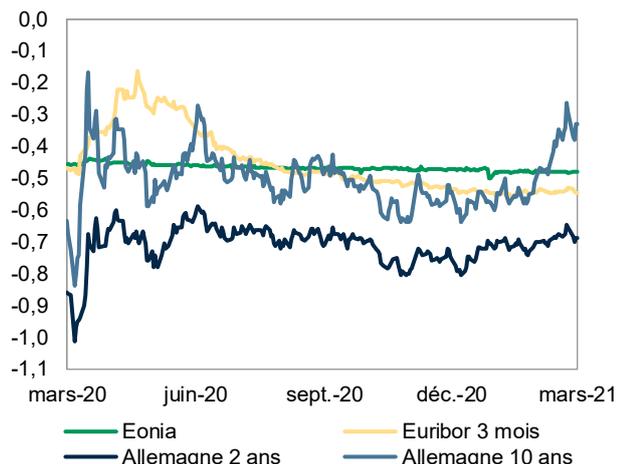
EUR/USD, EUR/GBP et USD/JPY



Source : Thomson Reuters

### Taux d'intérêt en euro

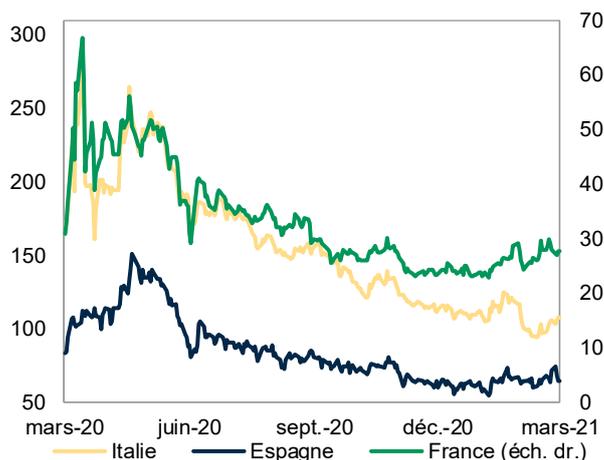
%, interbancaires (Londres) et souverains (Allemagne)



Source : Thomson Reuters

### Spreads souverains européens avec le Bund

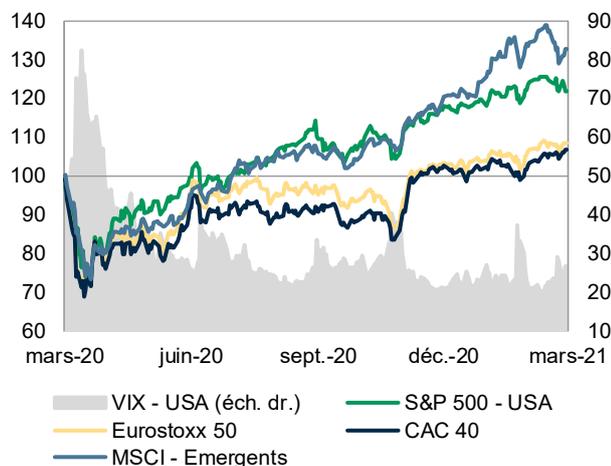
Pdb, dette en EUR à dix ans



Source : Thomson Reuters

### Marché actions

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



Source : Thomson Reuters

### Cours de l'once d'or

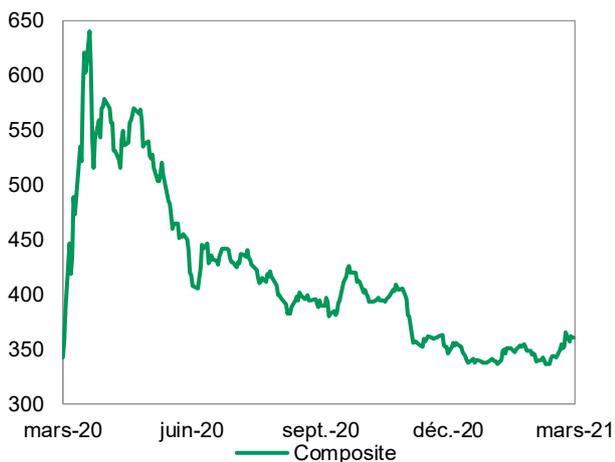
USD/Once troy (Londres)



Source : Thomson Reuters

### Spreads souverains émergents avec le T-Bond

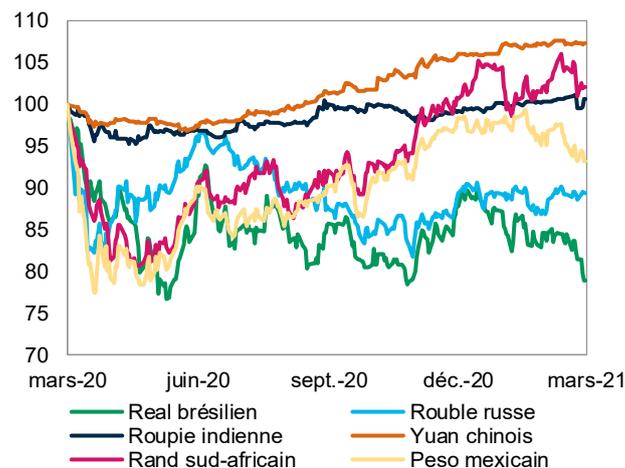
Indices EMBI+ (pdb, dette en USD de plus d'un an)



Source : JP Morgan

### Devises émergentes

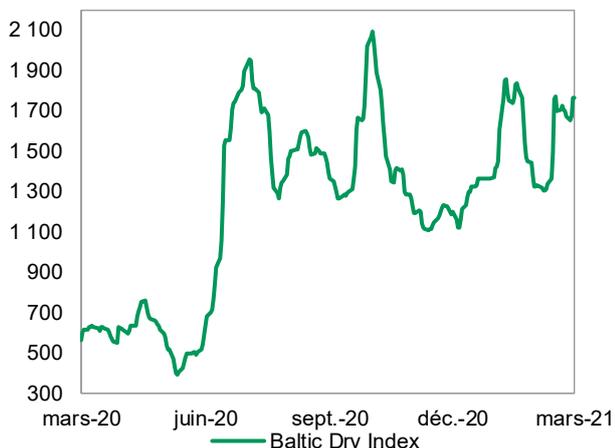
/USD (indice 100 = début de période)



Source : Thomson Reuters

### Coût du transport maritime de vrac sec

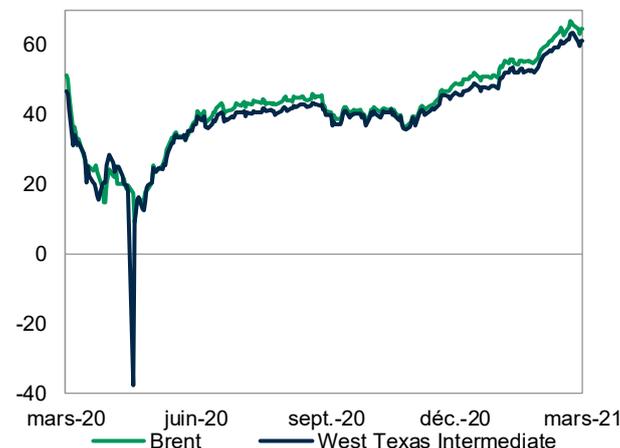
Baltic Dry Index (USD/point)



Source : Baltic Exchange

### Cours du baril de pétrole brut en USD

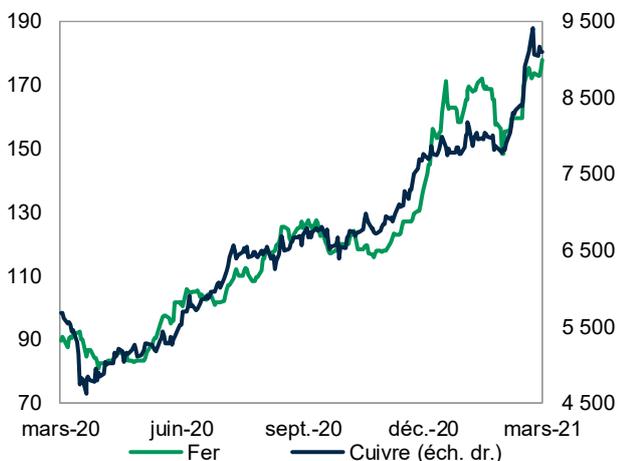
Brent (mer du Nord) et WTI (golfe du Mexique)



Source : Thomson Reuters

### Cours des métaux

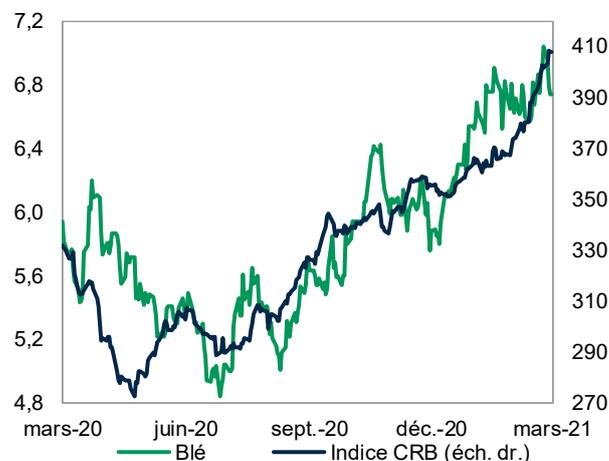
USD/tonne métrique



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 2021-2022 – 17 décembre 2020

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

Prévisions économiques & financières

Date	Titre	Thème
03/03/2021	<u>Les réseaux de chaleur, épine dorsale du développement de sources de chaleur renouvelable locale</u>	Energies renouvelables
02/03/2021	<u>Ukraine – Peut mieux faire...</u>	PECO
01/03/2021	<u>France – L'écart sectoriel se creuse, les ménages épargnent</u>	France
26/02/2021	<u>Monde – L'actualité de la semaine</u>	Monde
25/02/2021	<u>Jetons non-fongibles, l'effet Mbappé</u>	Banques, innovation
24/02/2021	<u>Mexique – De tristes singularités</u>	Amérique latine
24/02/2021	<u>Quelles séquelles pour une crise inédite ?</u>	Monde
24/02/2021	<u>PRISME – L'analyse de la conjoncture et de l'actualité agricole et agroalimentaire du Crédit Agricole</u>	Agri-agro
23/02/2021	<u>Russie – Un étrange petit goût de Brejnevisation...</u>	Russie
22/02/2021	<u>France – Recul du taux de chômage au quatrième trimestre 2020</u>	France
22/02/2021	<u>Royaume-Uni – Où en est-on avec l'inflation ?</u>	Royaume-Uni

### 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

**États-Unis, Royaume-Uni, Irlande, pays scandinaves :** Slavena NAZAROVA

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

**Asie :** Sophie WIEVIORKA

**Amérique latine :** Catherine LÉBOUGRE (coordination scénario), Agustina GALLI VEGA

**Afrique du Nord, Moyen-Orient :** Olivier LE CABELLEC

**Afrique sub-saharienne :** Nathan QUENTRIC

**Géo-économie :** Tania SOLLOGOUB, Pierre BUCAILLE

**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.*